



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 4 / 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 2 de junio 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	18
4 Precios y costes	24
5 Dinero y crédito	28
6 Evolución de las finanzas públicas	34

RECUADROS

Recuadro 1	El rápido ascenso de India en la economía mundial	37
Recuadro 2	Evolución reciente de los precios de las acciones en la zona del euro y en Estados Unidos	40
Recuadro 3	Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 28 de enero de 2015 y el 21 abril de 2015	45
Recuadro 4	Evolución reciente de la balanza por cuenta corriente en países de la zona del euro que registraban abultados déficits antes de la crisis	49
Recuadro 5	El seguimiento de la transmisión del tipo de cambio a la inflación medida por el IAPC	52
Recuadro 6	Financiación no bancaria de las sociedades no financieras de la zona del euro durante la crisis	55
Recuadro 7	El informe sobre envejecimiento 2015: ¿cuál será el coste del envejecimiento en Europa?	59
Recuadro 8	La eficacia del objetivo presupuestario a medio plazo como ancla de las políticas fiscales	64

RESUMEN DE LOS ARTÍCULOS

El papel del balance de los bancos centrales en la política monetaria	67
La supervisión que ejerce el FMI sobre la zona del euro y los países que la integran	70
La previsión del precio del petróleo	72

ESTADÍSTICAS

SI

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

RASGOS BÁSICOS



El Consejo de Gobierno mantiene una orientación firme de la política monetaria y aplica estrictamente todas sus decisiones de política monetaria. Se prevé que las compras realizadas en el marco del programa de compra de activos —por un valor mensual de 60 mm de euros— continúen hasta el final de septiembre de 2016 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de lograr que las tasas de inflación se sitúen en niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo. Para realizar su valoración, el Consejo de Gobierno seguirá su estrategia de política monetaria y se centrará en las tendencias de la inflación, haciendo abstracción de las fluctuaciones en cualquier sentido de la inflación registrada, si se considera que son transitorias y sin consecuencias para las perspectivas de la estabilidad de precios a medio plazo.

Los programas de compras de activos progresan satisfactoriamente y los efectos positivos son visibles. Las medidas de política monetaria han contribuido a una relajación generalizada de las condiciones financieras, que continúan siendo muy acomodaticias. Las expectativas de inflación se han recuperado con respecto a los niveles mínimos registrados a mediados de enero, y las condiciones de financiación de los hogares y las empresas han seguido evolucionando favorablemente. Los efectos de estas medidas están transmitiéndose a la economía y ayudarán a impulsar la mejora de las perspectivas económicas.

En un entorno de tipos de interés muy bajos, el crecimiento monetario y crediticio se mantuvo en una senda de recuperación. En parte como consecuencia del programa ampliado de compra de activos, los indicadores monetarios se han reforzado, y la dinámica crediticia, aunque sigue contenida, ha continuado mejorando. En abril, la disminución de los préstamos a las sociedades no financieras registró una nueva moderación y el crecimiento de los préstamos a hogares se incrementó ligeramente. Esta evolución se vio sustentada por una reducción significativa de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios en gran parte de la zona del euro desde el verano de 2014, así como por las señales de mejora de la oferta y la demanda de préstamos bancarios. En conjunto, la evolución reciente confirma que las medidas de política monetaria del BCE están ayudando a restablecer el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y están relajando las condiciones de concesión de los préstamos bancarios. En efecto, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2015 muestra que las condiciones de concesión de préstamos más relajadas siguen favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos, en especial los concedidos a las empresas. Además, la mayor competencia entre entidades de crédito contribuyó a relajar las condiciones crediticias en el primer trimestre de 2015, a lo que se unió una recuperación de la demanda de préstamos por parte de las empresas. Asimismo, como confirma la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas de la zona del euro (SAFE, en sus siglas en inglés), la mejora de las condiciones en el mercado crediticio no solo es aplicable a las grandes empresas, sino también a las pequeñas y medianas empresas (pymes).

Diversos factores están respaldando la recuperación progresiva de la actividad económica y el mercado de trabajo en la zona del euro. En el primer trimestre de 2015, el PIB real creció un 0,4% en tasa intertrimestral, tras un crecimiento del 0,3% en el cuarto trimestre de 2014. Los datos indican que la recuperación económica se ha extendido, lo que puede atribuirse a varios factores. Las medidas de política monetaria del BCE están contribuyendo a relajar sustancialmente las condiciones financieras generales y a facilitar el acceso al crédito, tanto para las pymes como para las grandes empresas. Los progresos logrados en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales han tenido un efecto favorable en el crecimiento económico. Asimismo, los bajos precios del petróleo están respaldando la renta real disponible y los beneficios empresariales, lo que favorece el consumo privado y la inversión, mientras que el debilitamiento del tipo de cambio del euro ha ayudado a las exportaciones. En línea con la generalización de la recuperación, el mercado de trabajo de la zona del euro siguió mejorando ligeramente, como refleja la disminución gradual del desempleo. Sin embargo, el paro continúa en niveles altos tanto en la zona del euro en su conjunto así como en muchos de los países que la integran.

De cara al futuro, está previsto que la recuperación siga generalizándose. El consumo privado ha sido el principal factor impulsor de la mejora del crecimiento hasta el momento y debería continuar beneficiándose del mayor crecimiento salarial derivado del aumento del empleo y del impacto positivo de la caída de los precios de la energía en la renta real disponible. Además, está previsto que en 2015 la inversión empresarial cobre importancia como factor determinante de la recuperación, respaldada por el fortalecimiento de la demanda interna y externa, la necesidad de modernizar y recomponer un *stock* de capital cada vez más antiguo, la orientación acomodaticia de la política monetaria y el mayor excedente bruto de explotación. Además, el crecimiento de las exportaciones debería verse favorecido por el esperado fortalecimiento de la recuperación económica mundial. Al mismo tiempo, es probable que los ajustes necesarios de los balances en distintos sectores y la lenta aplicación de reformas estructurales frenen la recuperación de la actividad.

Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro¹ prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,5 % en 2015, el 1,9 % en 2016 y el 2,0 % en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 de los expertos del BCE, el crecimiento del PIB real se mantiene prácticamente sin cambios en el horizonte temporal considerado. En la valoración del Consejo de Gobierno, aunque continúan apuntando a la baja, los riesgos para las perspectivas de la actividad económica están ahora más equilibrados debido a sus decisiones de política monetaria y a la evolución de los precios del petróleo y del tipo de cambio.

Parece que la inflación tocó fondo a comienzos de este año, ya que han disminuido los efectos a la baja procedentes de las pasadas caídas de los precios de la energía. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 0,3 % en mayo de 2015, frente al 0,0 % registrado en abril y al mínimo del -0,6 % de enero. Este repunte se deriva, fundamentalmente, de la contribución menos negativa del componente energético, lo que, a su vez, refleja sobre todo una cierta recuperación de los precios del petróleo en dólares potenciada por una depreciación adicional del euro.

Se prevé que las tasas de inflación aumenten más avanzado el año y continúen elevándose en 2016 y 2017. Se estima que la tasa de variación de los precios del componente energético se verá impulsada hacia finales de año por efectos de base relacionados con la caída que registraron los precios del petróleo a finales de 2014. Además, la depreciación del euro ejercerá presiones al alza sobre la inflación. Asimismo, las presiones inflacionistas internas deberían intensificarse también como consecuencia del estrechamiento previsto en la brecha de producción, que se traducirá en un mayor crecimiento salarial y en un aumento de los márgenes.

Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 0,3 % en 2015, el 1,5 % en 2016 y el 1,8 % en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 de los expertos del BCE, las proyecciones de inflación se han revisado al alza para 2015 y se mantienen sin variación para 2016 y 2017. Las proyecciones 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. En este contexto, prestará especial atención a la transmisión de sus medidas de política monetaria, así como a la evolución geopolítica, del tipo de cambio y de los precios de la energía.

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 3 de junio

¹ Véase el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 3 de junio de 2015.

de 2015, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. En la valoración del Consejo de Gobierno hay una necesidad de mantener una orientación firme de la política monetaria. La aplicación plena de todas las medidas de política monetaria dará el respaldo necesario a la economía de la zona del euro y acercará las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo de forma sostenida.

I ENTORNO EXTERIOR

La economía mundial continúa su expansión siguiendo una desigual trayectoria de recuperación. Se prevé que la significativa caída de los precios del petróleo desde el pasado año (pese al reciente repunte) estimule la actividad a escala mundial. Las condiciones de financiación también siguen siendo favorables para la economía mundial. En las economías avanzadas las perspectivas están mejorando al disminuir los factores adversos asociados al despalancamiento y a la consolidación fiscal. Por el contrario, en algunas economías emergentes se observa un deterioro de la situación y el comercio mundial ha registrado una desaceleración. La inflación mundial se ha reducido como consecuencia de la caída de los precios del petróleo, y se prevé que la holgada capacidad productiva sin utilizar a nivel mundial modere las presiones inflacionistas.

ACTIVIDAD ECONÓMICA Y COMERCIO MUNDIALES

El ritmo de crecimiento mundial se moderó en el primer trimestre de 2015 a medida que la economía mundial continuó su expansión siguiendo una desigual trayectoria de recuperación. El crecimiento en las economías avanzadas experimentó una caída en la medida en que el repunte registrado en Japón se contrarrestó con un crecimiento más lento en Estados Unidos y Reino Unido. La actividad en las economías emergentes registró una desaceleración más pronunciada. El debilitamiento de la inversión, especialmente en el sector inmobiliario, incidió negativamente en el crecimiento en China. Los elevados niveles de incertidumbre, la caída de la confianza y las altas tasas de inflación también están moderando la actividad en Brasil y Rusia. El débil crecimiento económico mundial a principios del año es atribuible, en parte, a algunos factores transitorios. Concretamente, las adversas condiciones climatológicas y las alteraciones portuarias en la costa del Pacífico han afectado a la actividad en Estados Unidos. Al mismo tiempo, los indicadores de opinión muestran una capacidad de resistencia subyacente de la economía mundial, lo que sugiere que la reciente debilidad de la actividad es más un bache pasajero que una desaceleración más fundamental (véase gráfico 1).

Gráfico 1 Índice PMI global compuesto de producción

(índice de difusión)



Fuente: Markit.
 Notas: La observación más reciente corresponde a abril de 2015. Economías emergentes son Brasil, China, India y Rusia. Economías avanzadas son Japón, Estados Unidos y Reino Unido.

Gráfico 2 Confianza de los consumidores en los países de la OCDE

(índice, media de largo plazo = 100; ajustado de amplitud)



Fuente: OCDE.
 Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2015.

Pese al reciente repunte, los precios del petróleo se sitúan todavía muy por debajo del máximo alcanzado en junio de 2014.

Los precios del petróleo se han recuperado respecto al mínimo registrado a mediados de enero de 2015, principalmente en respuesta a las señales de desaceleración observadas en la producción de petróleo no convencional de Estados Unidos, reflejadas en una caída del número de plataformas de explotación. Al mismo tiempo, la demanda mundial de petróleo está cobrando cierto impulso. Con todo, el crecimiento de la oferta global y las existencias de petróleo siguen siendo elevados dado que la OPEP continúa produciendo por encima del objetivo fijado y que el mercado de petróleo sigue caracterizándose por una fuerte volatilidad. La curva de futuros indica que los mercados ya cuentan con que se produzca un aumento gradual de los precios del crudo en los próximos años.

Se espera que los precios más bajos del petróleo estimulen la demanda mundial.

Si bien la caída de los ingresos petroleros está afectando a las perspectivas de los países exportadores de petróleo, se prevé que la situación beneficie a los importadores en la medida en que los precios más bajos estimulen las rentas reales de los hogares. En conjunto, se espera que el impacto de los precios más bajos del petróleo dé un impulso positivo a la demanda mundial. La confianza de los consumidores ha aumentado en las economías avanzadas desde mediados del pasado año (véase gráfico 2).

Las condiciones de financiación siguen respaldando la economía mundial.

Los mercados todavía esperan que el ritmo de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y Reino Unido solo sea muy gradual, mientras que el Banco de Japón se ha comprometido a mantener la política de expansión cuantitativa. Las tendencias desinflacionistas han obligado a aplicar una política monetaria menos restrictiva en China, India y varias otras economías emergentes. Brasil es la única de las grandes economías emergentes en la que han aumentado los tipos de interés oficiales, ya que las caídas del tipo de cambio han agudizado las presiones inflacionistas. El mantenimiento de las políticas monetarias acomodaticias ha seguido permitiendo unas condiciones de financiación globales laxas. Los mercados bursátiles siguen siendo en general resistentes y la volatilidad es reducida. No obstante, tras la caída experimentada en los meses anteriores del año, los rendimientos de la deuda pública han repuntado de forma acusada en las últimas semanas. En la mayoría de las economías avanzadas, los rendimientos se han mantenido en niveles próximos a los observados a finales de 2014, pero esta fuerte corrección ha puesto de manifiesto el riesgo a medio plazo de que pueda producirse un nuevo y pronunciado repunte los rendimientos desde unos niveles que todavía son muy bajos, lo que podría tener un impacto significativo en la economía mundial.

Las perspectivas en las economías avanzadas están mejorando a medida que se disipan los factores adversos que han venido frenando la actividad desde la crisis financiera.

Aunque a un ritmo diferente según los países, se han logrado algunos progresos con respecto al desapalancamiento del sector privado. También se prevé que la consolidación fiscal en las economías avanzadas prosiga a un ritmo más lento que en las primeras fases de la recuperación. Los mercados de trabajo continúan mejorando y el empleo crece a un ritmo vigoroso en algunos países y se reducen las tasas de paro. Por último, la mayor disponibilidad de financiación externa, el crecimiento más sólido de los beneficios y la reducción de la incertidumbre favorecen la ampliación y el fortalecimiento de la inversión a medio plazo.

Las perspectivas de las principales economías avanzadas son favorables para el crecimiento mundial.

Tras la moderación de la actividad registrada en el primer trimestre, se prevé que el crecimiento en Estados Unidos repunte durante el resto del año. La anterior apreciación del tipo de cambio efectivo del dólar estadounidense atenuará el crecimiento de las exportaciones; por otra parte, la caída del precio del petróleo afectará a la inversión en el sector de la energía. No obstante, se prevé que la actividad económica en Estados Unidos se verá respaldada por un aumento del gasto de los hogares tras el impulso de las

rentas reales asociado al descenso de los precios del petróleo, las favorables condiciones financieras, y la mejora sostenida de los mercados de trabajo y de la vivienda. En Japón, la actividad se está recuperando tras el desplome que siguió a la subida del IVA en abril de 2014 con un acusado aumento del crecimiento en el primer trimestre de 2015. De cara al futuro, se prevé que la actividad se fortalezca lentamente a medida que los hogares se beneficien del incremento de la renta real asociado a la caída de los precios del petróleo y las exportaciones se recuperen de la anterior depreciación del yen japonés. La economía del Reino Unido perdió impulso en el primer trimestre de 2015 pero, de cara al futuro, se espera un fortalecimiento en la medida en que la caída de los precios de la energía y la aceleración del crecimiento de los salarios respalden el consumo privado, mientras que la inversión empresarial se recupera al crecer la demanda y flexibilizarse las condiciones crediticias.

Por el contrario, las perspectivas en algunas grandes economías emergentes se han debilitado. En China, la desaceleración del mercado de la vivienda y la caída de la producción en muchas industrias pesadas afectaron al crecimiento en el primer trimestre de este año. Aunque a corto plazo el crecimiento económico se verá impulsado por el descenso de los precios del petróleo y la reciente relajación de la política monetaria, a más largo plazo se prevé una desaceleración del ritmo de la expansión a medida que los dirigentes políticos traten de corregir las fragilidades financieras y los desequilibrios macroeconómicos. Brasil ha experimentado un deterioro de sus perspectivas, ya que el crecimiento se ha visto atenuado por estrangulamientos de oferta, desequilibrios internos y elevada inflación, así como por las medidas de consolidación fiscal y el endurecimiento de las condiciones financieras. Se prevé que Rusia se suma en una profunda recesión en 2015. Pese a cierta relajación de las condiciones de financiación desde marzo de 2015, los costes de financiación siguen siendo elevados. La incertidumbre también es elevada y la confianza empresarial se ha debilitado; al mismo tiempo, se prevé que la reducción de los ingresos petroleros se traduzca en una acusada caída del gasto público.

Con todo, las perspectivas no son universalmente débiles en las economías emergentes y se prevé que algunos países importadores netos de petróleo, en particular, mantengan unas tasas de expansión razonablemente sólidas. Se espera que los países de Europa Central y Oriental se beneficien del fortalecimiento de la demanda interna y de las perspectivas más halagüeñas de la zona del euro. Asimismo se prevé que algunas economías emergentes de Asia mantengan sólidas tasas de crecimiento ya que los precios más bajos del petróleo permitirán un aumento de la renta real disponible, que compensará en parte el impacto del menor crecimiento de China. Como se analiza en el recuadro 1, el avance en las reformas estructurales ha estimulado la confianza en India y se prevé que el país registre este año el crecimiento más rápido entre las economías más grandes.

La expansión más lenta en las economías emergentes ha moderado el crecimiento del comercio mundial. Los datos sobre el comercio mundial de mercancías muestran una caída intertrimestral de las importaciones mundiales de bienes en términos reales del 1,6% en el primer trimestre de 2015. Aunque una parte sustancial de esta desaceleración refleja la acusada debilidad de las importaciones de China, que, en parte, podría tener su origen en la volatilidad observada en torno al Año Nuevo chino, la tendencia subyacente parece sugerir un ritmo de crecimiento más débil del comercio mundial. Los indicadores de opinión también apuntan a un cierto debilitamiento de las perspectivas del comercio mundial a corto plazo (véase gráfico 3). De cara a un futuro más lejano, se prevé que el comercio mundial se fortalezca a un ritmo moderado. La recuperación refleja la expansión prevista de la actividad mundial y la esperanza de que la recuperación cíclica de la inversión, en particular en las economías avanzadas, aumente la intensidad en comercio del crecimiento mundial. Al mismo tiempo, factores estructurales han afectado al comercio mundial en los últimos años, ya que las empresas han reducido la complejidad y la longitud de sus cadenas de producción, de tal manera que esas cadenas de valor mundiales ya no respaldan

la expansión del comercio mundial con la misma intensidad que en el pasado. Como resultado, es improbable que el comercio mundial crezca en los próximos años al mismo ritmo que en las décadas anteriores.

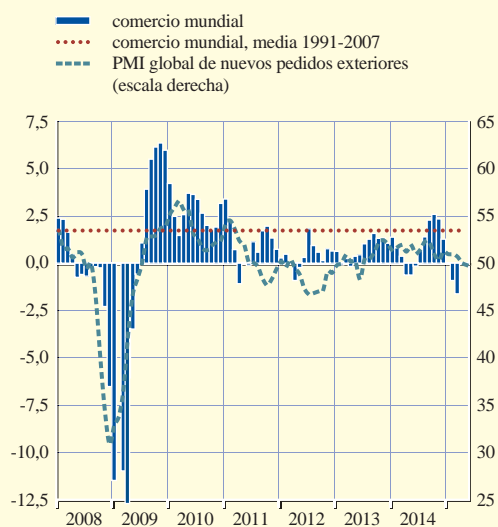
En conjunto, se prevé que a corto plazo la recuperación mundial será menos dinámica de lo esperado anteriormente. De conformidad con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2015, el crecimiento interanual del PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimentará una gradual aceleración, pasando del 3,4 % en 2015 a algo más del 4 % en 2016 y 2017. Según las previsiones, la demanda externa de la zona del euro aumentará desde el 2,2 % en 2015 hasta alrededor del 5 % en 2017. En comparación con las proyecciones de marzo, las expectativas de crecimiento y de la demanda externa se han revisado a la baja, como consecuencia de las perspectivas menos favorables de algunos países en el corto plazo y, a más largo plazo, del crecimiento más lento de las economías emergentes.

Los riesgos para las perspectivas del comercio y la actividad mundiales siguen situándose a la baja.

Por un lado, el impacto de la caída de los precios del petróleo sobre las perspectivas globales de crecimiento podría ser mayor de lo previsto en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2015. Por otra parte, en Estados Unidos los mercados siguen esperando que el ritmo de aumento de los tipos de interés sea más lento de lo previsto en las últimas proyecciones del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Una normalización de las políticas monetarias más rápida de lo que prevén actualmente los mercados podría provocar una corrección de las percepciones del riesgo. En las economías emergentes, los adversos factores cíclicos y estructurales que han estado frenando la actividad en los últimos meses podrían tener un efecto más fuerte y prolongado de lo previsto actualmente. En China, el elevado crecimiento del crédito y el apalancamiento son un riesgo para la estabilidad financiera. Asimismo,

Gráfico 3 Comercio mundial de bienes en términos reales

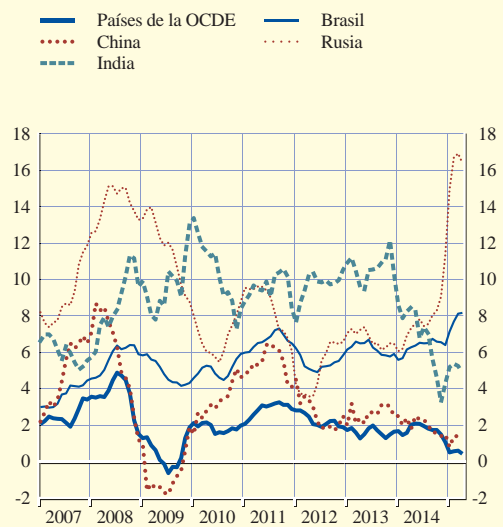
(tasas de variación intertrimestrales; escala izquierda: contribuciones en puntos porcentuales; escala derecha: índice de difusión)



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2015 para el PMI y a marzo de 2015 para el comercio mundial.

Gráfico 4 Inflación en la OCDE y en algunas economías emergentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y OCDE.
Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2015.

los riesgos geopolíticos continúan afectando a las perspectivas y un escenario de recrudescimiento de las tensiones entre Rusia y Ucrania tendría repercusiones adversas en el crecimiento de la economía mundial.

EVOLUCIÓN MUNDIAL DE LOS PRECIOS

La inflación mundial sigue siendo baja como consecuencia de la caída de los precios de la energía.

Tras la caída registrada desde mediados del pasado año, la inflación interanual medida por los precios de consumo de los países de la OCDE ha seguido siendo moderada, situándose en el 0,4% en abril de 2015. Al mismo tiempo, aunque se redujo ligeramente en abril, la inflación interanual excluidos la energía y los alimentos se ha mantenido en valores más estables, lo que sugiere que las presiones deflacionistas más generales han seguido siendo más moderadas. En cuanto a los países no pertenecientes a la OCDE, las tasas de inflación en China e India han seguido siendo reducidas. Por el contrario, en Brasil y en Rusia la inflación continúa siendo elevada, ya que la depreciación de la moneda ha hecho que aumenten los precios de importación (véase gráfico 4).

De cara al futuro, se prevé que la inflación aumente de forma gradual. Se anticipa que las anteriores caídas de los precios de las materias primas contribuyan a mantener baja la inflación mundial en el corto plazo, pero que, una vez se disipen estos efectos retardados, se produzca un aumento de las tasas. Posteriormente, se espera que la recuperación prevista de la actividad económica mundial reduzca la capacidad productiva sin utilizar. Además, la curva de futuros de los precios del petróleo sugiere una ligera recuperación en los próximos años, al igual que los precios de los futuros de las materias primas no energéticas.

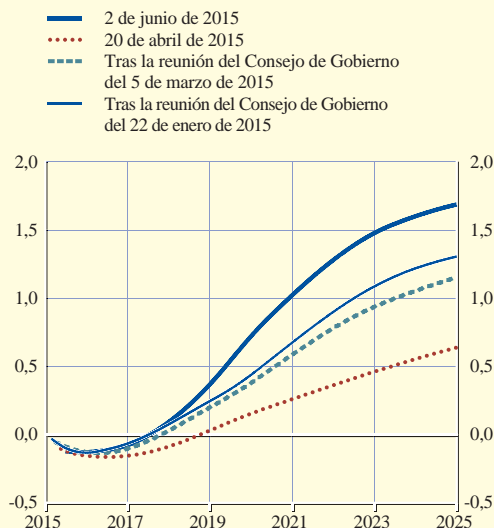
2 EVOLUCIÓN FINANCIERA

Tras registrar mínimos históricos en torno a mediados de abril, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA volvieron, a comienzos de junio, a los niveles observados en enero en torno al momento del anuncio del programa ampliado de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). No obstante, desde una perspectiva de más largo plazo, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro siguen siendo, en su mayoría, muy reducidos en todos los plazos de vencimiento. Otros activos financieros también se vieron notablemente influidos por los mercados de deuda soberana, ya que los rendimientos de los valores de renta fija privada reflejaron los de la deuda soberana, mientras que el comportamiento de los mercados bursátiles de la zona del euro fue un reflejo bastante fiel del descenso y el posterior incremento de los rendimientos de la zona del euro. El tipo de cambio efectivo del euro se ha mantenido básicamente estable en los últimos meses.

Tras registrar mínimos históricos en torno a mediados de abril, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA volvieron, a comienzos de junio, a los niveles observados en enero en torno al momento del anuncio del programa ampliado de compra de activos. En la primera mitad del período considerado —es decir, desde comienzos de marzo hasta mediados de abril— se produjo una nueva y significativa reducción de los rendimientos en la zona del euro. Durante ese período, el tipo *forward* del eonia a diez años se redujo alrededor de 50 puntos básicos (véase gráfico 5), alcanzando un nuevo mínimo histórico del 0,65 %. En la segunda mitad del período —es decir, desde mediados de abril hasta comienzos de junio— la caída de los rendimientos se revirtió con creces, y el tipo *forward* del eonia a diez años aumentó hasta situarse entorno al 1,70 %. Como los vencimientos a corto plazo se mantuvieron anclados por el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE del -0,20 %, la pendiente de la curva de rendimientos aumentó de forma muy pronunciada. Los rendimientos de la deuda soberana de Alemania registraron una evolución prácticamente similar: el rendimiento de la deuda pública alemana a diez años descendió hasta un nivel próximo a cero y el rendimiento a 30 años se redujo hasta alrededor de 50 puntos básicos a mediados de abril (véase gráfico 6). A comienzos de junio, ambos rendimientos se habían recuperado hasta situarse en niveles similares a los observados en enero, en torno al momento del anuncio del APP.

Gráfico 5 Curva de tipos *forward* del eonia

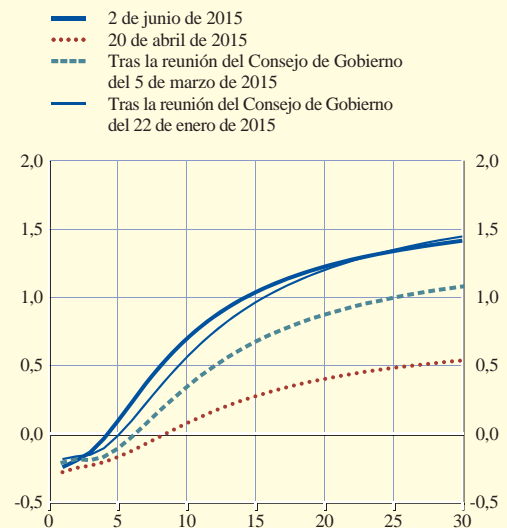
(porcentaje)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 6 Curva cupón cero, Alemania

(porcentaje)



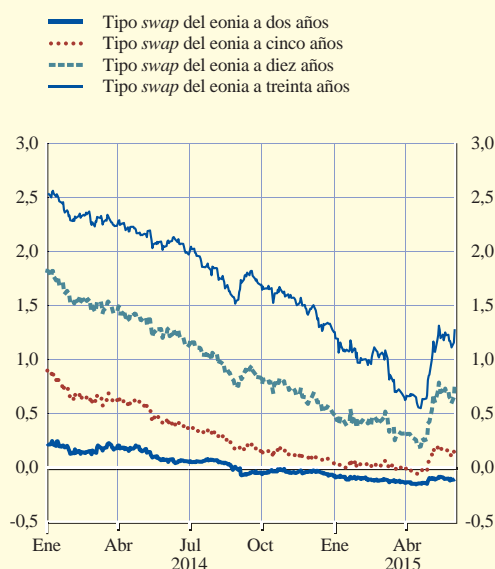
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

No obstante, desde una perspectiva de más largo plazo, la mayoría de los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro se mantienen en niveles muy reducidos en todos los vencimientos, como consecuencia de la política monetaria acomodaticia del BCE [incluido el programa de compras del sector público (PSPP, por sus siglas en inglés)]. El hecho de que el PSPP fuese ampliamente anticipado por el mercado con bastante antelación a su anuncio hizo que se produjera un significativo ajuste de los rendimientos incluso antes de que se iniciaran las compras, observándose una caída de los tipos *swap* del eonia a más largo plazo de hasta 50 puntos básicos entre finales de agosto de 2014 y el anuncio del programa en enero (véase gráfico 7). La volatilidad observada en los rendimientos de la zona de euro tras el inicio de las compras en el marco del PSPP refleja, probablemente, una combinación de factores, entre ellos varias sorpresas positivas respecto a la economía de la zona del euro en la primera mitad del período considerado, factores de mercado de carácter técnico (como la presión de la oferta y la reducida liquidez de los mercados), así como un proceso de aprendizaje en virtud del cual el mercado se está adaptando a las compras a gran escala de deuda del sector público por parte del Euro-sistema. Entre el inicio de las compras en el marco del PSPP el 9 de marzo y finales de mayo, el Euro-sistema compró deuda del sector público por importe de 147 mm de euros, con un plazo de vencimiento medio de algo más de ocho años.

La reciente volatilidad de los rendimientos se ha asociado principalmente a la volatilidad de los tipos de interés reales. La descomposición contable de las variaciones del tipo *swap* del eonia a diez años muestra que la mayor parte de esa volatilidad se debió a variaciones del tipo de interés real, mientras que el tipo *swap* de inflación se mantuvo relativamente estable (véase gráfico 8). En la sección 4, sobre precios y costes, se ofrece más información sobre las expectativas de inflación.

Gráfico 7 Tipos *swap* del eonia

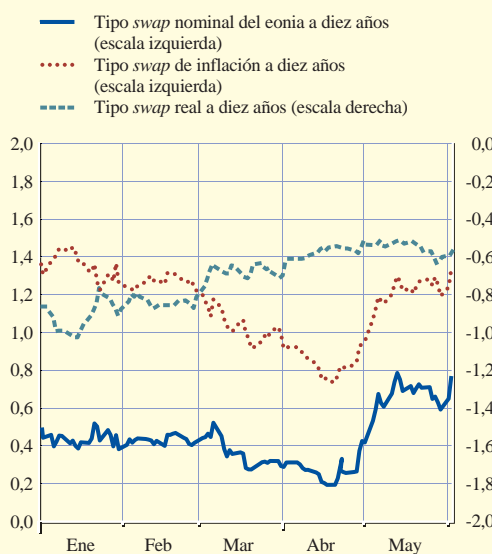
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.
Nota: La observación más reciente corresponde al 2 de junio de 2015.

Gráfico 8 Tipos *swap* real, nominal y de inflación a diez años de la zona del euro

(porcentaje)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Notas: El tipo *swap* real a diez años se calcula a partir del tipo *swap* del eonia a diez años y del tipo *swap* a diez años indexado a la inflación. La observación más reciente corresponde al 2 de junio de 2015.

Durante el período considerado, los países de la zona del euro con calificación crediticia más baja registraron un aumento de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana con respecto a Alemania. Este aumento estuvo determinado, principalmente, por la incertidumbre suscitada en torno al acceso de Grecia a la financiación y por el incremento de las emisiones de deuda pública a plazos más largos en algunos países. El diferencial de rendimiento a diez años aumentó alrededor de 40 puntos básicos en España e Italia y en torno a 60 puntos básicos en Portugal. Sin embargo, desde una perspectiva de más largo plazo, se ha producido una convergencia significativa y relativamente estable entre los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro (salvo en el caso de Grecia) con respecto a los altos niveles observados en julio de 2012.

En la mayoría de los países, las otras categorías de activos adquiridos en el marco del APP —bonos garantizados y bonos de titulización de activos (ABS, por sus siglas en inglés)— reflejaron la evolución de la deuda soberana con calificación más elevada. Sin embargo, en algunos países, los bonos garantizados y los ABS se vieron afectados por la incertidumbre suscitada en torno al acceso de Grecia a la financiación, lo que dio lugar a algunos aumentos de los diferenciales de los bonos garantizados y de los márgenes de descuento de los ABS.

La evolución de los valores de renta fija privada y de las acciones estuvo determinada, principalmente, por el comportamiento de los mercados de deuda soberana. Los rendimientos de los valores de renta fija privada (tanto de emisores financieros como no financieros) se redujeron en la primera mitad del período considerado y aumentaron en la segunda mitad (véase gráfico 9), reflejando así la evolución de los mercados de deuda soberana. De la misma manera, el mercado bursátil de la zona del euro registró un buen comportamiento en la primera mitad del período considerado, observándose una subida del índice Euro Stoxx amplio de alrededor del 7% a mediados de abril. Ese buen comportamiento coincidió con la caída de los rendimientos de la deuda soberana en la zona del euro, que dio lugar a un descenso del coste futuro

previsto de la financiación y a un incremento del valor descontado de los beneficios empresariales futuros esperados. Al aumentar de nuevo los rendimientos de la deuda soberana, la mayor parte de las ganancias del mercado bursátil se revirtieron, y, en consecuencia, el índice bursátil Euro Stoxx subió menos del 1% durante el período considerado en su conjunto. En Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 prácticamente no varió durante ese período. A largo plazo, los rendimientos del mercado de renta variable de Estados Unidos han sido superiores a los de los mercados bursátiles de la zona del euro (véase recuadro 2).

Las cotizaciones bursátiles del sector financiero y las del sector no financiero evolucionaron prácticamente de forma paralela durante el período considerado. Desde comienzos de 2014, las acciones del sector no financiero han registrado unos resultados notablemente mejores que las del sector financiero en la zona del euro (véase gráfico 10), mientras que en Estados Unidos se han obtenido resultados igualmente satisfactorios en ambos sectores.

Gráfico 9 Rendimientos de los valores de renta fija privada en la zona del euro

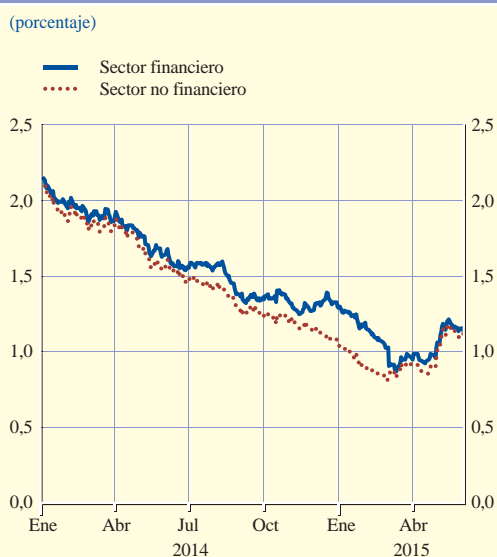
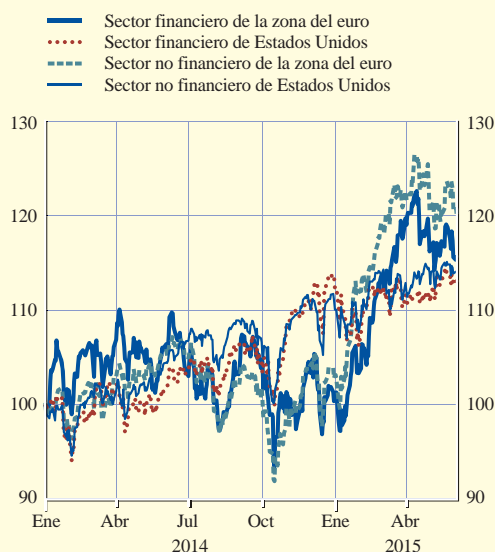


Gráfico 10 Índices bursátiles de los sectores financiero y no financiero

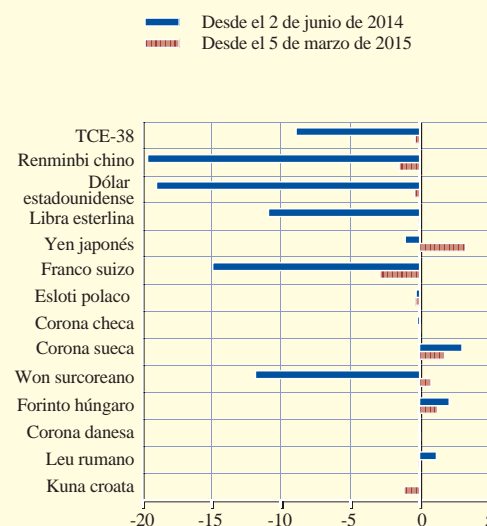
(1 de enero de 2014 = 100)



Fuente: Thomson Reuters.
Nota: Basados en índices de mercado de Datastream. La observación más reciente corresponde al 2 de junio de 2015.

Gráfico 11 Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentaje)



Fuente: BCE.
Nota: Variaciones porcentuales hasta el 2 de junio 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.

El eonia descendió gradualmente en un entorno de niveles más elevados de exceso de liquidez. Los niveles más elevados de liquidez resultantes de las compras efectuadas en el marco del APP de y la operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico adjudicada en marzo provocaron un descenso gradual del eonia, que se redujo desde el $-0,06\%$ observado el 5 de marzo hasta el $-0,12\%$ el 2 de junio. El máximo que registra normalmente el eonia a finales de mes fue más contenido que en el pasado y, por primera vez, el tipo de fin mes fue negativo en abril. El 21 de abril, el tipo del euríbor a tres meses fue negativo por primera vez y el 2 de junio se situaba en el $-0,01\%$. En el recuadro 3 se analizan con más detalle la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria.

El tipo de cambio efectivo del euro se ha mantenido básicamente estable en los últimos meses (véase gráfico 11). Entre principios de marzo y mediados de abril el euro se depreció en general frente a otras principales monedas y registró una volatilidad algo más acusada que en los meses anteriores, en consonancia con el cambio en las percepciones respecto a las perspectivas de los tipos de interés de la zona del euro en relación con otras grandes economías. Posteriormente, en el período transcurrido hasta mediados de mayo, el euro se apreció notablemente, tanto en términos efectivos como frente al dólar estadounidense, recuperando así parte de las pérdidas en un contexto de estrechamiento de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro. No obstante, en la segunda mitad de mayo el euro volvió a depreciarse, retornando a niveles similares a los registrados a principios de marzo y situándose un $8,9\%$ por debajo del nivel observado un año antes. En términos bilaterales, el euro se depreció un $0,4\%$ frente al dólar estadounidense en el período comprendido entre los primeros días de marzo y el 2 de junio. La moneda única también se depreció frente a la libra esterlina, el franco suizo, el rublo ruso y el renminbi chino. En cambio, se apreció frente al yen japonés y frente a las monedas de los países exportadores de materias primas, así como frente a las monedas de muchas economías emergentes. La corona danesa siguió cotizando en niveles próximos a su paridad central en el MTC II.

3 ACTIVIDAD ECONÓMICA

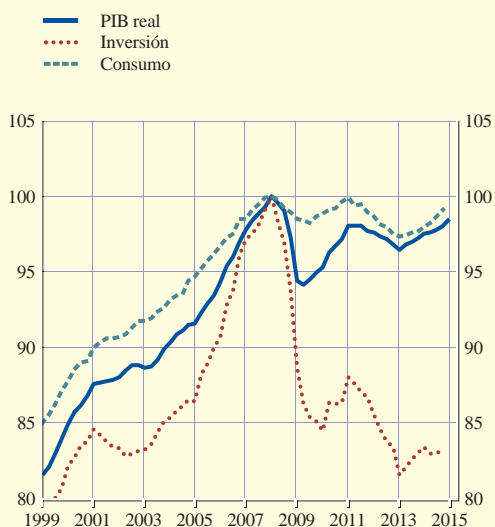
La recuperación económica de la zona del euro ha seguido afianzándose gradualmente y la situación en los mercados de trabajo ha mejorado. Además, recientemente, diversos factores han respaldado de manera creciente la actividad en la zona. El nivel más reducido de los precios del petróleo está impulsando la renta disponible real, favoreciendo el consumo privado. La reciente depreciación del tipo de cambio del euro está estimulando las exportaciones. El programa ampliado de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) del BCE también debería contribuir a la relajación de las condiciones generales de financiación y a mejorar el acceso al crédito, también por parte de las pequeñas y medianas empresas (pymes). De cara al futuro, se espera que la recuperación cíclica sea más autosostenida en los próximos trimestres, impulsada por la demanda interna y externa, y que el desempleo continúe disminuyendo. Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén un incremento anual del PIB real del 1,5% en 2015, el 1,9% en 2016 y el 2,0% en 2017.

La demanda interna se fortaleció en el primer trimestre de 2015. El PIB real se incrementó un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2015, frente al 0,3% del cuarto trimestre de 2014 (véase gráfico 12). Aunque en la fecha de cierre de este Boletín Económico no se disponía de detalles, los indicadores económicos y los datos nacionales sugieren que la demanda interna continuó siendo el principal factor impulsor del crecimiento en el primer trimestre de 2015. Asimismo, parece que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue ligeramente negativa, como consecuencia de una demanda mundial relativamente débil, en particular la procedente de las economías emergentes.

Los indicadores de opinión apuntan a que la recuperación cíclica continuó en el segundo trimestre de 2015. El índice compuesto de producción PMI y el indicador de sentimiento económico mejoraron

Gráfico 12 PIB real, inversión y consumo de la zona del euro

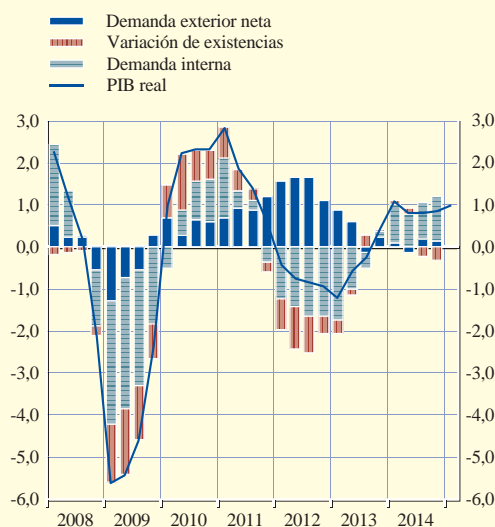
(índice I 2008 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 13 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.

Notas: Los datos disponibles hasta el cuarto trimestre de 2014 no están desestacionalizados ni ajustados por días laborables. El crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2015 se calcula utilizando la estimación preliminar, que está desestacionalizada y ajustada por días laborables.

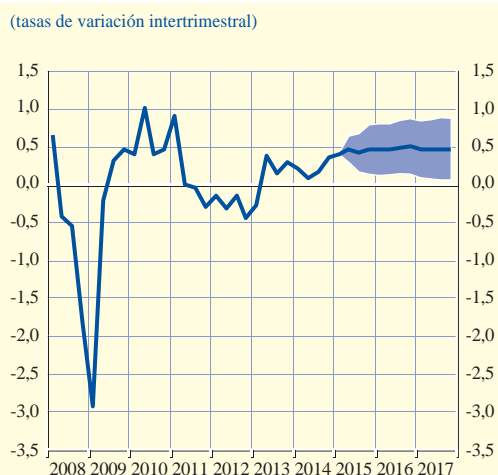
entre el primer trimestre de 2015 y los dos primeros meses del segundo trimestre. Además, estos dos indicadores se situaron, en promedio, por encima de sus respectivas medias de largo plazo en abril y mayo.

La recuperación económica ha mantenido el impulso y se ha extendido a todos los países desde principios de 2015. En primer lugar, el precio relativamente bajo del petróleo ha contribuido a un aumento sustancial de la renta disponible real de los hogares. En segundo lugar, la demanda interna seguirá beneficiándose de la mejora en curso de las condiciones financieras, favorecida por la orientación acomodaticia de la política monetaria, así como de la relajación de las condiciones de oferta del crédito, como pone de manifiesto la relajación neta de los criterios de aprobación del crédito y de las condiciones aplicadas a los préstamos en la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro. En tercer lugar, se espera que la actividad de la zona del euro se vea cada vez más sostenida por el fortalecimiento gradual de la demanda externa y por la depreciación del euro. Además, factores como los ajustes de los balances de los sectores público y privado, que habían contribuido a la prolongada fase de crecimiento muy débil del PIB real de los últimos años, están revirtiendo paulatinamente y están ejerciendo una influencia menos negativa en la actividad económica de la zona. Por otra parte, se espera que, en muchos países, el proceso de ajuste en los mercados de la vivienda haya concluido, como señala el cambio de tendencia de los precios de la vivienda. También se estima que la aceleración del crecimiento del PIB observado en el primer trimestre del año ha sido generalizado en todos los países de la zona del euro.

La valoración de que la recuperación económica continúa también ha quedado reflejada en las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro¹. Según las proyecciones, la recuperación económica de la zona del euro se generalizará de forma gradual en los tres próximos años. Se esperan contribuciones positivas al crecimiento tanto de la demanda interna como de la externa. Las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE deberían respaldar la actividad a corto y medio plazo a través de diversos canales. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, el crecimiento anual del PIB real de la zona del euro aumentará el 1,5% en 2015, el 1,9% en 2016 y el 2,0% en 2017 (véase gráfico 14).

El consumo continúa siendo el principal factor determinante del crecimiento y cobró mayor impulso a principios de 2015. Es probable que el crecimiento del consumo privado, que ha sido el principal factor determinante de la recuperación económica en los últimos trimestres, haya vuelto a aumentar en el primer trimestre de 2015, al beneficiarse de forma significativa del crecimiento más

Gráfico 14 PIB real de la zona del euro (incluidas las proyecciones)



Fuentes: Eurostat y el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», publicadas en el sitio web del BCE el 3 de junio 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 durante varios 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 junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 3 de junio de 2015.

pronunciado de la renta disponible real, reflejo del descenso de los precios de la energía, del crecimiento del empleo y de los menores esfuerzos de consolidación fiscal. Tras registrar un crecimiento intertrimestral del 0,4% en el cuarto trimestre de 2014, los indicadores a corto plazo apuntan a un nuevo avance relativamente riguroso del consumo en el primer trimestre de 2015. Por ejemplo, el crecimiento intertrimestral agregado de las ventas del comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles en la zona del euro fue del 1,1% en el primer trimestre de 2015, y en abril siguieron avanzando a un ritmo similar. Los indicadores de opinión apuntan a la continuación de la sostenida fortaleza del gasto en consumo en el segundo trimestre del año. 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 el primer trimestre de 2015. Aunque este indicador descendió ligeramente en abril y mayo, todavía permanece en niveles anteriores a la crisis y bastante por encima de su media de largo plazo (véase gráfico 15).

De cara al futuro, se espera que el crecimiento del consumo privado siga siendo un factor clave en el repunte de la actividad. A corto plazo, el consumo privado debería beneficiarse de las favorables perspectivas de crecimiento de la renta disponible real, aunque se espera que el impulso se vea ligeramente atemperado por el impacto de la reversión parcial de la caída de los precios de la energía. Posteriormente se prevé que las rentas salariales se recuperen, como consecuencia de un aumento sostenido del empleo y del incremento de la remuneración nominal por asalariado.

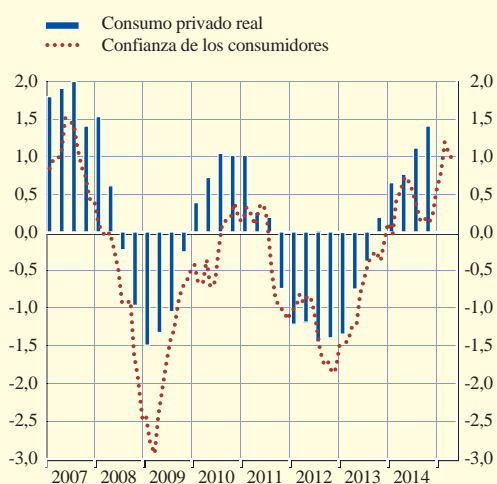
El gasto de inversión ha aumentado ligeramente en los últimos trimestres. Tras la contracción de la inversión observada a mediados de 2014, resultado de la atonía de la demanda, del desapalancamiento de las empresas y de la incertidumbre política y económica, el crecimiento de la formación bruta de capital fijo en el cuarto trimestre de 2014 fue débil, como consecuencia del avance de la inversión en construcción, mientras que la inversión, excluida la construcción, se mantuvo estancada. Es probable que la inversión total de la zona del euro haya aumentado ligeramente, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2015, ya que la producción industrial de bienes de inversión se incrementó, la

utilización de la capacidad productiva en el sector de manufacturas se incrementó considerablemente y la confianza en el sector de bienes de equipo siguió aumentando. En lo que respecta a la inversión en construcción, el avance de la producción de la construcción, que fue modesto en comparación con el cuarto trimestre, así como la mejora adicional de los indicadores de confianza, apuntan a un crecimiento moderado en el primer trimestre.

Se espera que el crecimiento de la inversión empresarial se recupere paulatinamente. Aunque el PMI del sector de bienes de equipo experimentó un leve deterioro en abril y mayo, la inversión empresarial debería convertirse progresivamente en un importante factor impulsor de la recuperación de la zona del euro, en consonancia con patrones históricos. El repunte gradual de la inversión empresarial se verá favorecido por el fortalecimiento de la demanda interna y externa, por la necesidad de modernizar y recomponer un *stock* de capital cada vez

Gráfico 15 Consumo privado y confianza de los consumidores en la zona del euro

(tasas de variación interanual, ajustadas a la media)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

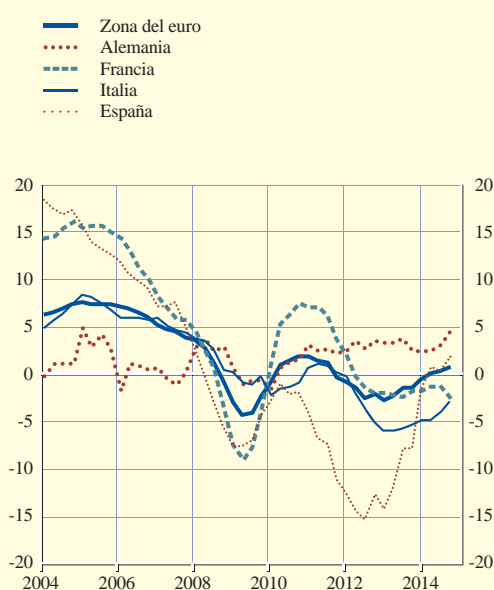
más antiguo, y por la orientación acomodaticia de la política monetaria, que se ha visto amplificada sustancialmente por las medidas no convencionales adoptadas, especialmente por el APP ampliado.

Se prevé que la inversión en construcción empiece a recuperarse moderadamente en 2015. La inversión en construcción empezará a recuperarse en 2015, tras un prolongado período de debilidad, favorecida por unos tipos de interés hipotecarios muy bajos en la mayoría de los países, la relajación de las condiciones de financiación y el avance del crecimiento de la renta disponible. Con el tiempo, los progresos esperados en los ajustes en los mercados de la vivienda de algunos países, como señala el cambio de tendencia en los precios de la vivienda (véase gráfico 16) también impulsarán la inversión residencial.

Según las estimaciones, las exportaciones crecieron con moderación a principios de 2015, adversamente afectadas por una demanda mundial menos sólida de lo previsto. Aunque las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro registraron un incremento intertrimestral del 0,8% en el cuarto trimestre de 2014, a principios de 2015 se observó una desaceleración. En los primeros meses de este año, las exportaciones a Estados Unidos y a América Latina continuaron fortaleciéndose, mientras que las exportaciones a China y otras economías asiáticas fueron moderadas (véase gráfico 17). Los indicadores de opinión disponibles señalan un repunte de las exportaciones de la zona en el segundo trimestre de 2015, y se espera que continúen creciendo en el segundo semestre de 2015 y posteriormente, favorecidas por el aumento gradual de la demanda mundial y el efecto retardado de la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. No obstante, según las proyecciones, el impulso será bastante más limitado que el observado antes de la crisis, reflejando la ralentización que, en promedio, ha experimentado la actividad mundial, y la menor elasticidad del comercio internacional al crecimiento. Se espera

Gráfico 16 Precios de los inmuebles residenciales

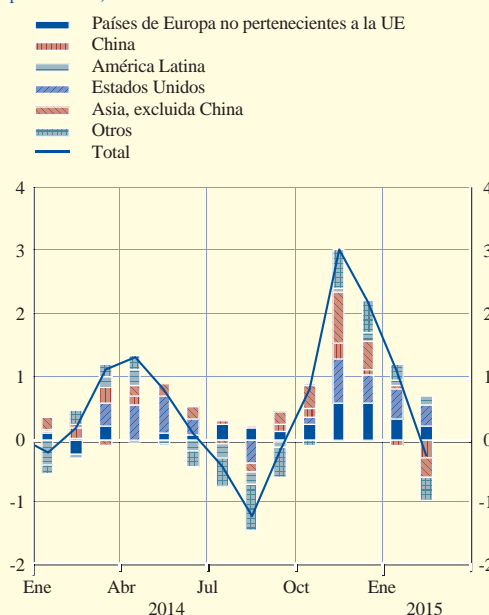
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 17 Exportaciones de bienes en términos reales a países no pertenecientes a la zona del euro y principales socios comerciales

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos correspondientes al primer trimestre de 2015 solo se refieren a enero y febrero.

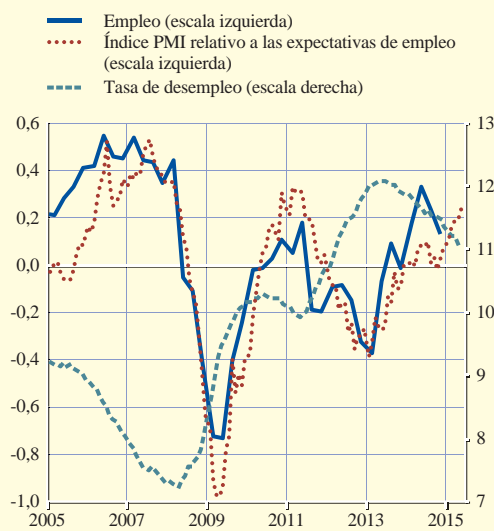
que las importaciones de la zona del euro continúen aumentando en el segundo trimestre de 2015 y que sigan fortaleciéndose a medio plazo, en línea con la recuperación de la demanda interna. En consecuencia, se prevé una contribución ligeramente positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real durante el horizonte de proyección. En el recuadro 4 se analiza la evolución de la balanza por cuenta corriente en los países de la zona del euro que registraban déficits abultados antes de la crisis.

Se espera que la recuperación de la zona del euro se produzca en un contexto de orientación básicamente neutral de la política fiscal entre 2015 y 2017. Se prevé que la orientación de la política fiscal, medida como el saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero, sea neutral, en líneas generales, durante el horizonte de proyección. La orientación restrictiva de la política fiscal de años anteriores fue resultado, principalmente, de la persistente moderación del crecimiento del gasto público en relación con el crecimiento tendencial del PIB nominal. Aunque esta tendencia continuará, quedará compensada en gran medida entre 2015 y 2017 con recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales. El impacto positivo de los estabilizadores fiscales automáticos sobre la demanda interna disminuirá con el tiempo a medida que la economía se recupere.

La situación en los mercados de trabajo de la zona del euro continúa mejorando gradualmente. El empleo (véase gráfico 18) creció moderadamente, un 0,1 % en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2014 (el último período para el que se dispone de datos). A nivel sectorial, el mayor crecimiento del empleo correspondió a los servicios (en particular los servicios profesionales y los servicios no de mercado). Al mismo tiempo, el empleo en actividades financieras y de seguros siguió disminuyendo por undécimo trimestre consecutivo. En la industria, excluida la construcción, el empleo creció solo moderadamente, mientras que en la construcción se redujo de forma considerable tras registrar un incremento transitorio en el tercer trimestre. El total de horas trabajadas continuó aumentando en el último trimestre de 2014, a un ritmo más rápido que en trimestres anteriores. Los resultados de las encuestas indican una mejora continuada del empleo en el primer semestre de 2015. Los indicadores adelantados también apuntan a que la situación de los mercados de trabajo seguirá mejorando ligeramente.

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: Las expectativas PMI se expresan como desviaciones de 50 dividido por 10.

El desempleo siguió descendiendo gradualmente desde niveles elevados a principios de 2015. La tasa de desempleo de la zona del euro se redujo hasta el 11,2 % en el primer trimestre de 2015, desde el 11,4 % del cuarto trimestre de 2014. Además, en abril de 2015, esta tasa cayó hasta situarse en el 11,1 %, el nivel más bajo observado desde marzo de 2012, aunque todavía casi cuatro puntos porcentuales por encima del mínimo registrado antes de la crisis. Los descensos en curso de las tasas de desempleo son evidentes en todos los grupos (hombres y mujeres) y en la mayoría de las economías de la zona del euro, aunque persisten diferencias considerables en lo que respecta a los grupos de edad y a escala de países.

De cara al futuro, se espera que los mercados de trabajo de la zona del euro sigan mejorando a corto y medio plazo. Se prevé que el crecimiento del empleo se acelere ligeramente en los próximos trimestres, en un contexto de fortalecimiento de la recuperación. En consecuencia, se espera que la tasa de desempleo de la zona del euro continúe disminuyendo a medida que se extienda la recuperación.

No obstante, algunos factores siguen frenando la recuperación de la actividad general. El endeudamiento del sector público ha continuado aumentando, aunque a un ritmo más lento, y se espera que permanezca en niveles elevados en algunos países. Aunque el mercado de trabajo está mejorando, en general, seguirá ensombrecido por el elevado desempleo estructural, sobre todo en algunos de los países más afectados por la crisis. Estos dos factores deberían contribuir a que se mantengan las presiones al alza sobre el ahorro por motivo de precaución de los hogares. El lento ritmo de aplicación de reformas estructurales también continúa lastrando el crecimiento en varios países. Además, las perspectivas relativamente débiles de crecimiento potencial, la prolongada incertidumbre relacionada con la situación griega y las tensiones geopolíticas fuera de la zona del euro pueden seguir afectando al gasto de inversión.

Aunque los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan apuntando a la baja, ahora están más equilibrados, debido a las decisiones de política monetaria del BCE y a la evolución de los precios del petróleo y del tipo de cambio. Entre los riesgos a la baja para las perspectivas de la actividad económica se incluyen una nueva escalada de las tensiones geopolíticas, una desaceleración más pronunciada en las economías emergentes, y un impacto menos positivo de lo esperado de las TLTRO y el APP ampliado. Otros riesgos a la baja para el crecimiento del PIB real proceden de un endurecimiento más rápido de lo esperado de la política monetaria en Estados Unidos, con efectos de contagio adversos a algunas economías emergentes, y de un repunte más fuerte de lo previsto de los precios del petróleo. Estos riesgos a la baja se ven contrarrestados, aunque sólo en parte, por los riesgos al alza relacionados con un impacto mayor de lo previsto sobre la actividad de las reformas estructurales y de los planes de inversión de la UE.

4 PRECIOS Y COSTES

La inflación general tocó fondo a principios de 2015 cuando remitieron las presiones a la baja procedentes de las tasas de variación de los precios de la energía. Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén que la inflación media se sitúe en el 0,3% en 2015, pero que aumente significativamente hasta alcanzar el 1,5% en 2016 y el 1,8% en 2017. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, previsiblemente pasará del 0,8% en 2015 al 1,4% en 2016 y al 1,7% en 2017. El Consejo de Gobierno del BCE realizará un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo, prestando especial atención a la transmisión de las medidas de política monetaria, así como a la evolución geopolítica, del tipo de cambio y de los precios de la energía.

La inflación general de la zona del euro ha seguido una trayectoria alcista en los últimos meses.

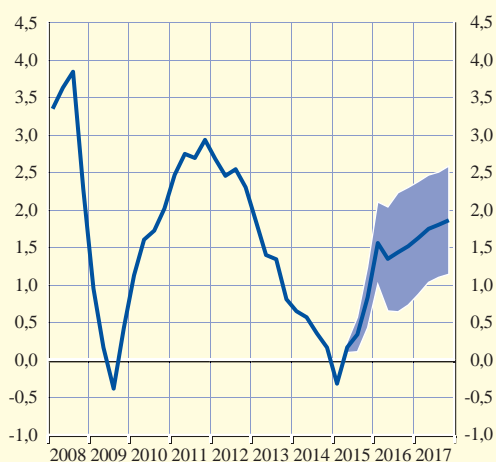
Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC pasó a ser positiva y se situó en el 0,3% en mayo de 2015, frente al 0,0% registrado en abril y al mínimo del -0,6% de enero (véanse gráficos 19 y 22). Aunque la mayor parte del incremento observado desde enero se explica por la tasa de variación interanual menos negativa del componente energético, lo que, a su vez, refleja una recuperación de los precios del petróleo en euros, el repunte entre abril y mayo evidencia un avance de la tasa de variación de todos los componentes principales del IAPC.

La inflación de la zona del euro medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, registró un avance y pasó del 0,6% en abril hasta el 0,9% en mayo.

El incremento de mayo refleja el aumento de la tasa de variación de los precios tanto de los servicios como de los bienes industriales no energéticos, en este último caso por tercer mes consecutivo. Esta medida de la inflación subyacente se ha mantenido en un intervalo comprendido entre el 0,6% y el 1% desde finales de 2013. Algunos factores globales, como los efectos de la apreciación del euro hasta mayo de 2014 y los efectos indirectos de las caídas de los precios del petróleo y de otras materias primas hasta principios de 2015, continúan ejerciendo presiones a la baja sobre la inflación subyacente medida por el IAPC. Una vez que desaparezcan estos efectos retardados, el traslado de la depreciación del tipo de cambio del euro a los precios de consumo de los bienes no energéticos será más apreciable. Por el lado interno, la persistente debilidad de la demanda de consumo y la capacidad para fijar precios de las empresas, así como el proceso de ajuste en determinados países de la zona del euro, también ayudan a explicar los reducidos niveles de inflación subyacente.

Gráfico 19 IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)

(tasas de variación interanual)



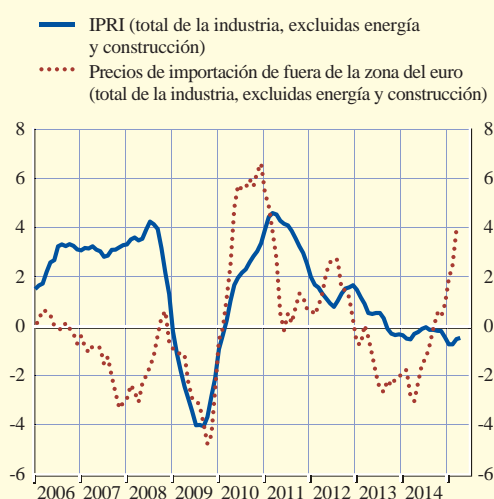
Fuentes: Eurostat y el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 3 de junio de 2015.

Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2015 (estimación preliminar).

El impacto de la depreciación del euro sobre la inflación debería ser más apreciable en los próximos trimestres. Hasta el momento, el impacto ha sido visible, sobre todo, en la evolución de los precios de importación, pero aún no lo es en los precios industriales internos (véase gráfico 20). Tanto la tasa de variación interanual de los precios de importación de bienes de consumo no alimenticio como la de los bienes intermedios importados han repuntado de forma acusada. Sin embargo, los bienes de consumo final importados

Gráfico 20 Precios industriales y precios de importación de la industria, excluidas energía y construcción, en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a marzo de 2015 para los precios de importación y a abril de 2015 para los precios industriales.

Gráfico 21 Tasa de variación de los precios de los servicios en países con tensiones actuales o pasadas y en otros países de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a abril de 2015. Los países con tensiones actuales o pasadas son Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia.

solo representan una proporción relativamente pequeña del componente de bienes del IAPC. Asimismo, los bienes intermedios importados se encuentran únicamente en las primeras fases de la cadena de precios y, en fases posteriores de la cadena, los precios industriales de bienes finales de consumo no alimenticio todavía tienen que repuntar de forma apreciable. Los indicadores de opinión relativos a las presiones inflacionistas latentes también confirman este panorama. Los datos de la encuesta PMI de mayo muestran que los precios de los bienes intermedios están repuntando, mientras que los precios cobrados se mantuvieron prácticamente estables. La reacción retardada de la inflación medida por el IAPC a la depreciación del euro es normal, no solo debido a que se produce una transmisión gradual a través de la elevación de los costes de bienes intermedios, sino también a que una parte del impacto procederá —aunque con un mayor retardo— del incremento de la demanda de bienes y servicios asociada a la actividad y los efectos renta derivados de la depreciación del tipo de cambio. En conjunto, se espera un traslado gradual de la depreciación del tipo de cambio. En el recuadro 5 se analiza más detalladamente la transmisión del tipo de cambio.

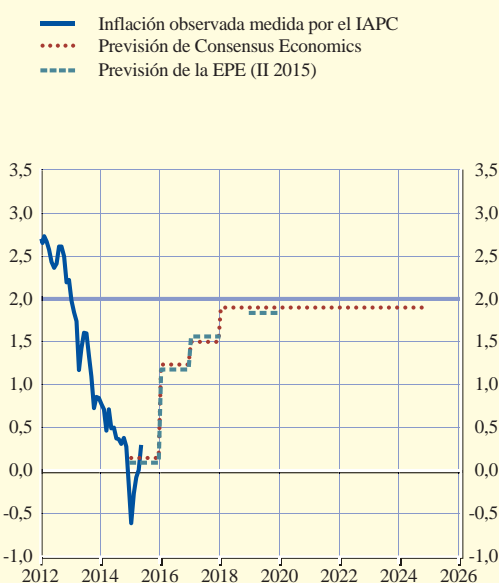
Las presiones inflacionistas internas continúan siendo moderadas hasta el momento, principalmente debido a la debilidad de la demanda. La tasa de variación de los precios de los servicios se redujo desde el 1,9% a principios de 2012 hasta el 1,2% en diciembre de 2014, y experimentó una caída adicional, hasta el 1%, en abril de 2015, antes de repuntar hasta el 1,3% en mayo. La tendencia negativa de esta tasa en los últimos años ha sido consecuencia de la discreta evolución del crecimiento salarial y de los márgenes, que se vio moderadamente contrarrestado por las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Por países, la disminución de la inflación de los precios de los servicios ha sido especialmente pronunciada en los países con tensiones actuales o pasadas (véase gráfico 21). Ello puede ser reflejo, por una parte, de la mayor flexibilidad salarial y de precios tras las reformas estructurales y, por otra, de la profundidad de la crisis.

De cara al futuro, se prevé que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro repunte a lo largo de 2015 y siga aumentando en 2016 y 2017. A partir de la información disponible a mediados de mayo, las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén que la inflación media medida por el IAPC se sitúe en el 0,3 % en 2015 y aumente hasta el 1,5 % en 2016 y el 1,8 % en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se revisaron al alza para 2015 y se mantuvieron sin variación para 2016 y 2017. La inflación medida por el IAPC permanecerá previsiblemente en niveles bajos en los próximos meses hasta que los efectos de base al alza, junto con la subida prevista de los precios del petróleo implícitos en los mercados de futuros, impulsen la inflación general a finales de 2015. Se prevé que la inflación siga aumentando en 2016 y 2017 a medida que las presiones inflacionistas internas en forma de crecimiento salarial y de los márgenes cobren fuerza, como consecuencia de la disminución adicional del grado de holgura de la economía y de las continuas presiones inflacionistas externas al alza que, a su vez, reflejan los efectos retardados del canal de tipos de cambio y la pendiente ascendente de la curva de los futuros sobre los precios del petróleo.

Las perspectivas de inflación son coherentes con el aumento que han experimentado los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación en la zona del euro con respecto a los reducidos niveles observados en enero. Las expectativas de inflación a más corto plazo basadas en los indicadores de opinión y de mercado, medidas por los tipos *swap* de inflación, han aumentado recientemente, en especial para 2016 y 2017. La recuperación de las expectativas de inflación a más largo plazo

Gráfico 22 Indicadores de opinión de las expectativas de inflación

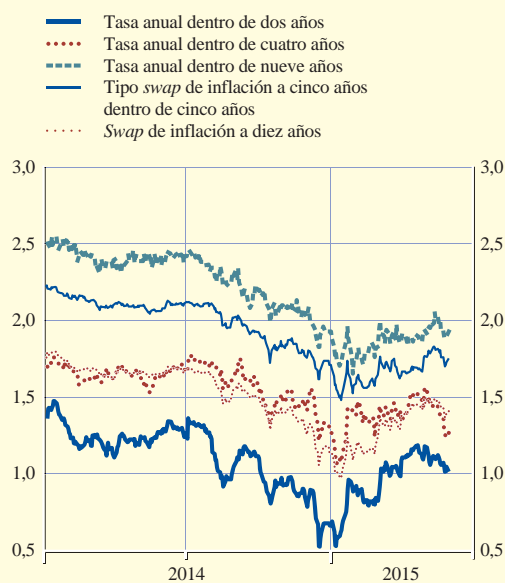
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Reuters, encuesta a expertos en previsión económica del BCE, cálculos del BCE y Consensus Economics.
Notas: La inflación observada medida por el IAPC se presenta hasta mayo de 2015 (estimaciones preliminares); los datos de la EPE se basan en los resultados de la encuesta del segundo trimestre de 2015. Los datos de Consensus Economics se basan en las previsiones de mayo de 2015 para 2015 y 2016, y en las previsiones de abril de 2015 para el resto de años.

Gráfico 23 Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Nota: Las observaciones más recientes corresponden al 1 de junio de 2015.

de la zona del euro basadas en indicadores de opinión, hasta situarse en el 1,8% aproximadamente, indica que los expertos en previsión económica muestran mayor confianza en que la inflación retornará a niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo (véase gráfico 22). Asimismo, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se recuperó, pasando de alrededor del 1,5% en enero hasta el entorno del 1,8% a comienzos de junio, mientras que el tipo *swap* de inflación a diez años en el mismo período se incrementó desde un nivel inferior al 1% hasta situarse alrededor del 1,4% (véase gráfico 23). En otros indicadores de mercado de las expectativas de inflación, como las tasas de inflación implícitas derivadas de los bonos soberanos indexados a la inflación de diferentes jurisdicciones, se observó una recuperación similar. El repunte de las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado ha sido más pronunciado en la zona del euro que en Estados Unidos y el Reino Unido, lo que sugiere que los participantes en los mercados están, en cierta medida, reduciendo el riesgo a la baja que se ha incorporado en las expectativas de inflación de la zona del euro durante algún tiempo. En conjunto, esto implica que los riesgos de fuerzas o riesgos deflacionistas relacionados con los efectos de segunda vuelta derivados de la reciente caída de los precios de petróleo han disminuido significativamente en los últimos meses.

De cara al futuro, 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, prestando especial atención a la transmisión de las medidas de política monetaria, así como a la evolución geopolítica, del tipo de cambio y de los precios de la energía.

5 DINERO Y CRÉDITO

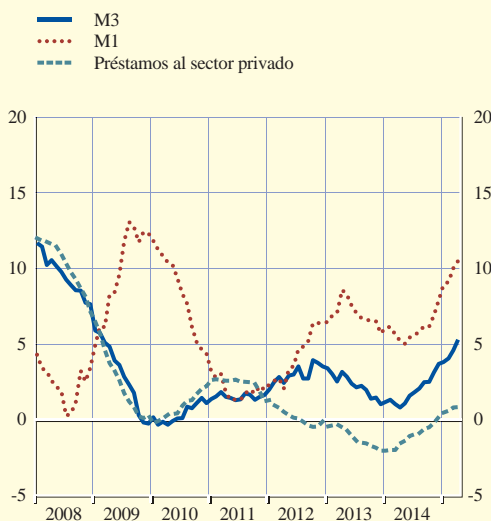
En un entorno de tipos de interés muy bajos, el crecimiento monetario y crediticio se mantuvo en una senda de recuperación. El programa ampliado de compra de activos se tradujo en una mejora adicional de los indicadores monetarios. Aunque la dinámica del crédito siguió siendo débil, el crecimiento de los préstamos al sector privado continuó cobrando fuerza. Los costes de financiación de las entidades de crédito volvieron a reducirse en el primer trimestre de 2015. La mayor relajación de las condiciones de concesión del crédito continúa favoreciendo una recuperación adicional del crecimiento de los préstamos, en especial los concedidos a las empresas. Además, las divergencias en los tipos de interés de los préstamos bancarios entre países disminuyeron de nuevo. En conjunto, la evolución reciente confirma que las medidas de política monetaria del BCE están ayudando a restablecer el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y están relajando las condiciones de concesión de los préstamos bancarios.

La recuperación del crecimiento de M3 ha cobrado fuerza. La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta situarse en el 5,3% en abril, frente al 4% del primer trimestre de 2015 y el mínimo del 0,8% de abril de 2014 (véase gráfico 24). El mayor crecimiento interanual de M3 estuvo impulsado fundamentalmente por el agregado monetario estrecho M1, lo que refleja, principalmente, el reducido coste de oportunidad de mantener los componentes más líquidos de M3. También se vio favorecido por las ventas de bonos del sector público, de bonos garantizados y de bonos de titulización de activos por parte del sector tenedor de dinero, en el contexto del programa ampliado de compra de activos. Por tanto, el crecimiento interanual de M1 registró una aceleración adicional, y su tasa interanual se situó en el 10,5% en abril de 2015, frente al 9% del primer trimestre del año. La evolución reciente del agregado monetario estrecho, que se considera un indicador adelantado del crecimiento económico de la zona del euro, respalda las perspectivas de recuperación sostenida de la actividad económica.

El sector tenedor de dinero se centra en los depósitos a la vista. El entorno de tipos de interés muy bajos y el perfil plano de la curva de rendimientos están favoreciendo que el sector tenedor de dinero

Gráfico 24 M3, M1 y préstamos al sector privado

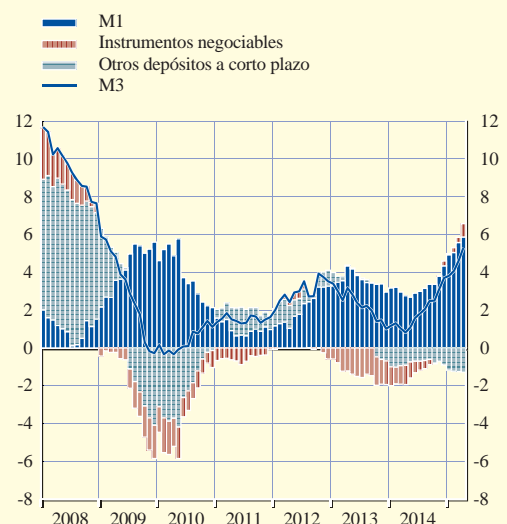
(tasas de variación interanual, datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 25 M3 y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

invierta en depósitos a la vista incluidos en M3. M1 contribuyó significativamente al crecimiento de M3 en abril, beneficiándose del elevado crecimiento de estos depósitos en poder de los hogares y de las sociedades no financieras (véase gráfico 25). 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 en abril 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, se incrementó considerablemente y se situó en el 11,6%, tras haber alcanzado niveles positivos a finales del cuarto trimestre de 2014. El aumento fue generalizado en sus distintos subcomponentes.

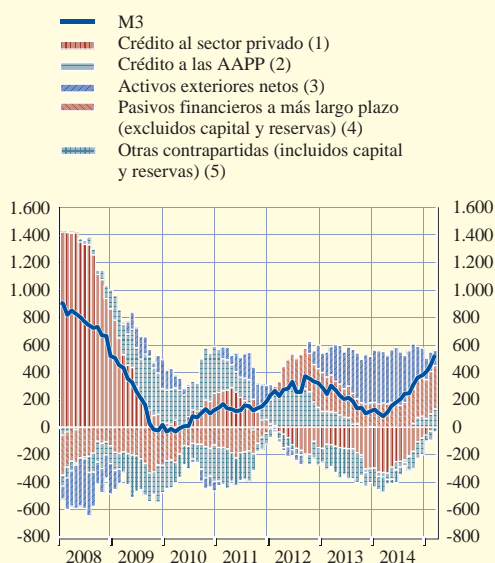
El cambio de composición de las carteras está impulsando el crecimiento del agregado monetario amplio. El análisis de las contrapartidas de M3 (véase gráfico 26) muestra que su evolución estuvo determinada, principalmente, por un alejamiento de los pasivos financieros a más largo plazo y, en menor medida, por un descenso de los flujos de entrada en los activos exteriores netos de las IFM, que no obstante permanecieron en niveles positivos. El giro en la dinámica de los préstamos también contribuyó. La contracción interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM en poder del sector tenedor de dinero se aceleró y se situó en el -5,7% en el primer trimestre de 2015 y en el -6,4% en abril del mismo año, en comparación con el -4,8% del cuarto trimestre de 2014. Su fuerte contribución al crecimiento de M3 refleja específicamente el perfil plano de la curva de rendimientos. 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 primer trimestre de 2015, aunque continúa siendo positiva, sustentada por el considerable superávit de la balanza por cuenta corriente. Esta reducción refleja las crecientes salidas netas de la zona del euro de inversiones en instrumentos de deuda, que superaron el aumento de las entradas netas en la zona del euro de inversiones en renta variable, lo que pone de manifiesto que se mantiene el interés de los inversores extranjeros en los valores de renta variable de la zona del euro.

La situación de solvencia y de liquidez de las entidades de crédito de la zona del euro es sólida en general. 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 en las ratios de capital de las entidades de crédito han ayudado a fijar las condiciones para lograr una mejora sostenida del canal del crédito bancario de la política monetaria.

Los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron reduciéndose en el primer trimestre de 2015. La reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito está relacionada, en gran medida, con el programa ampliado de compra de activos. Las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito se

Gráfico 26 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.
Notas: M3 figura solo como referencia (M3= 1+2+3-4+5).

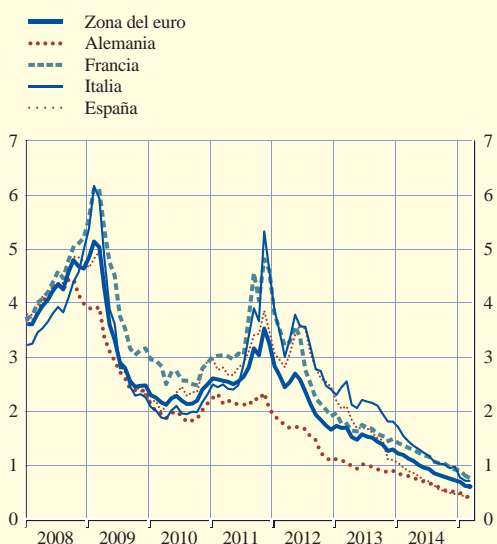
reflejan en el rendimiento de los bonos bancarios no garantizados, que disminuyó hasta mínimos históricos durante el primer trimestre de 2015, situándose en términos medios en el 0,8% anual en marzo de dicho año. El coste de los depósitos para las entidades de crédito también volvió a descender, pero, 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 presenta una caída sostenida (véase gráfico 27), en un entorno de amortizaciones netas de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. En este contexto, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2015¹ mostró que el acceso de las entidades de crédito a la financiación había mejorado en el primer trimestre de 2015 para todos los instrumentos de mercado principales así como para los depósitos minoristas. En comparación con el trimestre anterior, las mejoras fueron acusadas en todas las categorías principales, pero en especial en lo relativo al acceso de las entidades de crédito a los valores representativos de deuda y a las titulizaciones.

La mayor relajación de las condiciones de concesión del crédito sigue favoreciendo una recuperación adicional del crecimiento de los préstamos, en especial los concedidos a las empresas. La encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2015 muestra que la mayor competencia entre las entidades de crédito contribuyó a relajar las condiciones de concesión del crédito en el primer trimestre de 2015, que coincidió con un aumento sostenido de la demanda de préstamos por parte de las empresas (véase gráfico 28). Las entidades de

1 Véase www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html.

Gráfico 27 Coste agregado de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda

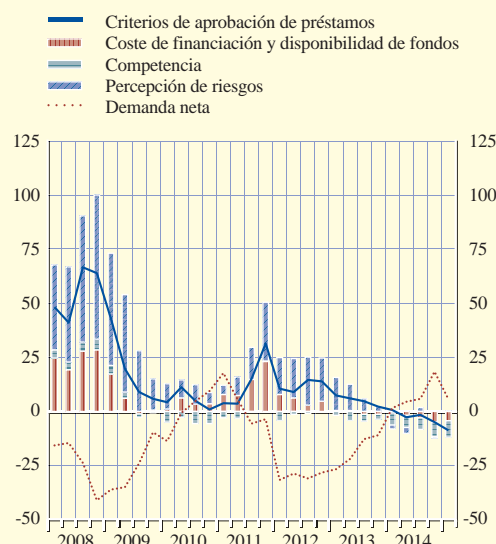
(coste agregado de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; en porcentaje)



Fuentes: BCE, Merrill Lynch Global Index 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 han ponderado con los correspondientes saldos vivos.

Gráfico 28 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)



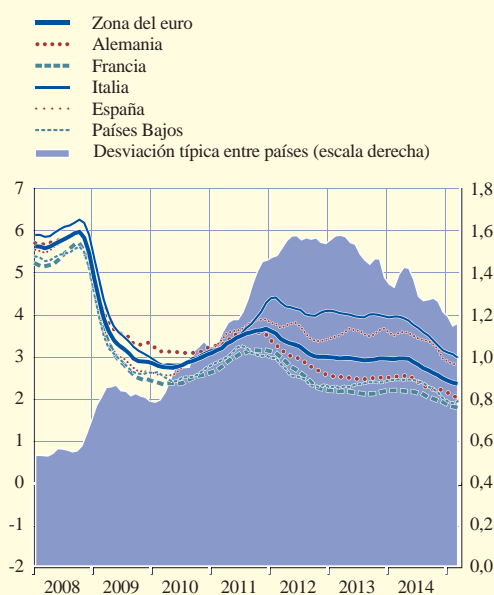
Fuente: BCE.
Notas: El «coste de financiación y disponibilidad de fondos» se expresa como media no ponderada del «coste relacionado con la posición de capital», el «acceso a la financiación en los mercados» y la «posición de liquidez»; la «percepción de riesgos» se expresa como media no ponderada de la «situación económica general y perspectivas», la «situación y perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas / solvencia del deudor» y el «riesgo relativo a la garantía solicitada»; y la «competencia» se expresa como media no ponderada de la «competencia de entidades de crédito», la «competencia de entidades no bancarias» y la «competencia de la financiación en los mercados».

crédito continuaron relajando las condiciones de los nuevos préstamos en todas las categorías a lo largo del trimestre, principalmente debido al estrechamiento adicional de los márgenes de los préstamos ordinarios. Mientras que los bancos relajaron los criterios de aprobación de los créditos a las sociedades no financieras, se produjo un ligero endurecimiento neto de los criterios de concesión en el caso de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. Además, como confirmó la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, en sus siglas en inglés), la mejora de las condiciones del mercado crediticio no es solo aplicable a las grandes empresas, sino también a las pequeñas y medianas empresas (pymes). Esta evolución positiva se registra en un entorno en el que las sociedades no financieras, y sobre todo las pymes, siguen recurriendo a las fuentes de financiación en los mercados con menor frecuencia que a la financiación bancaria (véase el recuadro 6 titulado «Financiación no bancaria de las sociedades no financieras de la zona del euro durante la crisis»).

La reducción de los tipos de interés del crédito bancario refleja el efecto de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE. Desde la introducción por parte del BCE de las medidas de relajación del crédito a mediados de 2014 y el anuncio del programa de compra de activos, el coste nominal de la financiación bancaria de las sociedades no financieras y los hogares ha disminuido significativamente. En concreto, desde el tercer trimestre de 2014, cuando el BCE reforzó sus medidas para dotar de un mayor grado de acomodación a la política monetaria, las entidades de crédito han ido transmitiendo progresivamente la mejora de sus costes de financiación en forma de tipos de interés de los préstamos bancarios más bajos: los costes de financiación agregados de los hogares para adquisición de vivienda y de las sociedades no financieras de la zona del euro han descendido en torno a 50 puntos básicos y 40 puntos básicos, respectivamente (véanse gráficos 29 y 30).

Gráfico 29 Indicador sintético del coste de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)

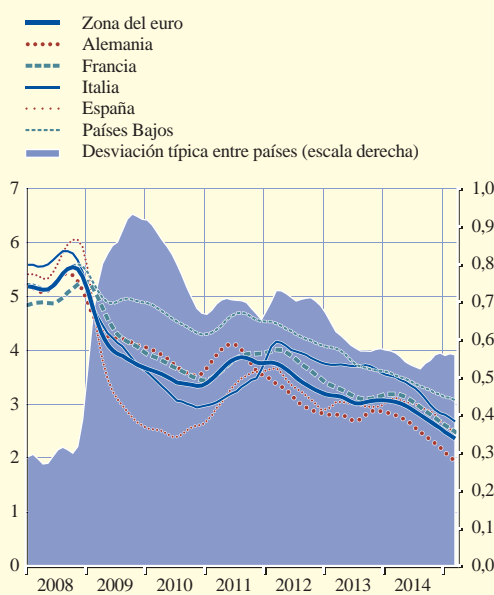


Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste de financiación 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. La observación más reciente corresponde a marzo de 2015.

Gráfico 30 Indicador sintético del coste de financiación de los hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

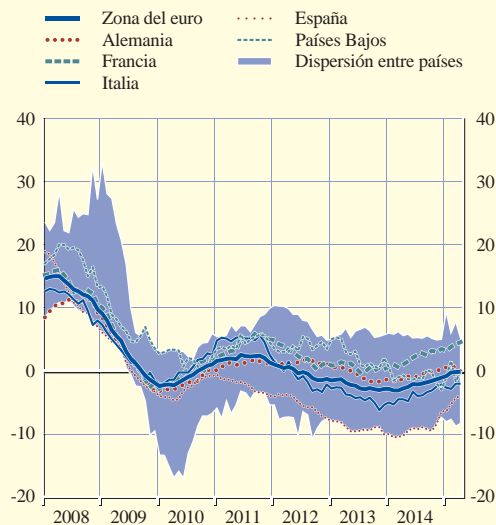
Notas: El indicador del coste de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a marzo de 2015.

Las divergencias entre países en los tipos de interés de los préstamos bancarios han seguido disminuyendo. Pese a algunos cambios 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. A este respecto, el paquete de medidas de expansión crediticia adoptadas en junio de 2014 y el programa de compra de activos han contribuido a estrechar la dispersión de los costes de financiación entre países. En los países de la zona del euro que registran actualmente las tasas más bajas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras también están reduciéndose de forma especialmente acusada los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a dichos préstamos.

La dinámica del crédito siguió siendo débil, pero el crecimiento de los préstamos al sector privado continuó fortaleciéndose. Ajustado de ventas y titulizaciones, el crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado continuó su recuperación y aumentó hasta el 0,8% en abril de 2015, frente al 0,5% del primer trimestre de 2015 y un mínimo del -2,1% en enero de 2014. En concreto, la disminución de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras siguió moderándose (véase gráfico 31), mientras que el crecimiento de los préstamos a los hogares se elevó ligeramente (véase gráfico 32). Esta evolución se vio favorecida por la significativa reducción de los tipos de interés del crédito bancario, que ha sido generalizada en 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 en algunas partes de la zona del euro, 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 incremento de la demanda de préstamos.

Gráfico 31 Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

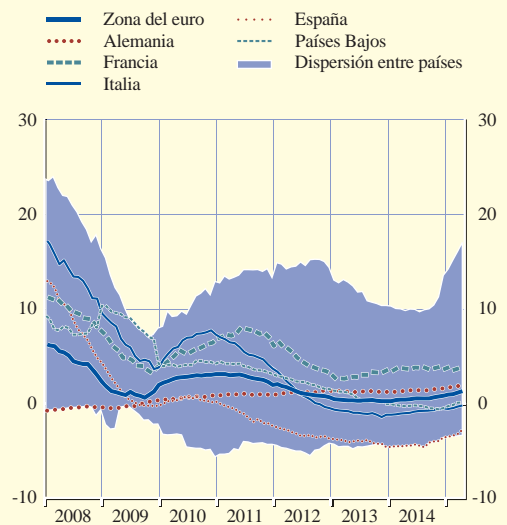
(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.
Notas: Ajustados de ventas y titulizaciones. La dispersión entre países se calcula como el valor mínimo/máximo en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a abril de 2015.

Gráfico 32 Préstamos de las IFM a los hogares en una selección de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.
Notas: Ajustados de ventas y titulizaciones. La dispersión entre países se calcula como el valor mínimo/máximo en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a abril de 2015.

Tras la recuperación registrada en 2014, el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras se estabilizó en el primer trimestre de 2015. La reciente estabilización refleja, sobre todo, la disminución de la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras observada a finales de verano y principios de otoño del año pasado. Los datos mensuales recientes muestran que la emisión de estos valores volvió a aumentar a principios de 2015, tras el anuncio y la puesta en marcha del programa de adquisiciones de valores del sector público (PSPP, en sus siglas en inglés). El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó cayendo en el primer trimestre de 2015 y se estabilizó en niveles reducidos en marzo, ya que el incremento del coste de las acciones fue compensado por la reducción del coste de los préstamos bancarios a largo plazo. En abril y mayo de 2015, el coste de las acciones se mantuvo estable, en general, en los niveles registrados antes de la crisis. El coste de los valores de renta fija aumentó en mayo, pero en una medida considerablemente menor que el rendimiento de la deuda soberana, tras haber alcanzado niveles históricamente bajos en marzo y abril de 2015.

6 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Aunque los saldos nominales han mejorado como consecuencia de la recuperación cíclica y de unos tipos de interés más bajos, en general se espera que los procesos de consolidación fiscal se paralicen, en términos estructurales, en los próximos años. Esto se debe, en parte, a que las políticas presupuestarias prudentes seguidas anteriormente se han debilitado, en un entorno de mayor flexibilidad en la aplicación de las reglas fiscales. De cara al futuro, será necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la elevada ratio de deuda pública se sitúe en una senda descendente sostenible.

Se espera que el saldo presupuestario de la zona del euro en su conjunto continúe mejorando.

Según las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se reducirá desde el 2,4% del PIB en 2014 hasta el 1,5% del PIB en 2017 (véase cuadro 1). Se prevé que esta mejora se deba al impacto cíclico de la recuperación económica en curso y a la disminución de los costes de financiación. No obstante, se proyecta que el saldo estructural se mantenga prácticamente sin variación hasta 2017, ya que se prevé que las mejoras por el lado del gasto queden compensadas, en gran medida, con recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales por el lado de los ingresos. En comparación con las proyecciones de marzo de 2015, las perspectivas en lo que respecta al déficit general son ligeramente más favorables, como consecuencia de una revisión a la baja de los pagos de intereses.

Según las proyecciones, la deuda de las Administraciones Públicas se reducirá gradualmente durante el horizonte de proyección, aunque se mantendrá en un nivel elevado.

Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro comience a descender con respecto al nivel máximo del 92% del PIB registrado en 2014 y que se sitúe en el 88,4% del PIB para finales de 2017. Aunque la mejora de las perspectivas de deuda es menos acusada que la prevista en marzo, ello se debe principalmente a una evolución favorable del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, así como a la mejora de los saldos primarios. No obstante, el nivel de deuda previsto sigue siendo elevado y pone de relieve la necesidad de continuar con los esfuerzos de consolidación a fin de que la ratio de deuda se sitúe en una firme senda descendente. Esto es fundamental en vista de los importantes retos a largo plazo que plantea el envejecimiento de la población. Según el Informe sobre envejecimiento 2015 publicado por el Comité de Política Económica y la Comisión Europea, los costes totales ligados al envejecimiento en la zona del

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

(porcentaje del PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Ingresos totales	45,9	46,6	46,7	46,4	46,0	45,8
b. Gastos totales	49,5	49,4	49,1	48,5	47,9	47,3
de los cuales:						
c. Gasto por intereses	3,0	2,8	2,6	2,4	2,3	2,2
d. Gasto primario (b - c)	46,5	46,6	46,5	46,0	45,5	45,1
Saldo presupuestario (a - b)	-3,6	-2,9	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5
Saldo presupuestario primario (a - d)	-0,6	-0,1	0,2	0,4	0,5	0,7
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-3,5	-2,2	-1,9	-1,7	-1,7	-1,4
Saldo estructural	-3,2	-2,2	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4
Deuda bruta	89,1	90,9	92,0	91,5	90,2	88,4
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,9	2,0

Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema.

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 las Proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

euro se incrementarán en 1,5 puntos porcentuales del PIB para 2060, hasta el 28,3%, esperándose aumentos muy superiores en algunos países de la zona (para más detalles, véase el recuadro 7).

Tras un período de aplicación de sustanciales medidas de consolidación hasta 2013, se espera que la orientación de la política fiscal sea básicamente neutral hasta 2017. En vista de que los esfuerzos de consolidación previstos en la zona del euro son limitados, se espera una ampliación de las brechas con respecto a los esfuerzos estructurales previstos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Pese a que es probable que los esfuerzos estructurales sean insuficientes, según las previsiones de primavera de 2015 de la Comisión Europea, todos los países de la zona que actualmente están sujetos a un procedimiento de déficit excesivo (PDE), excepto España, van por la senda adecuada para la derogación del PDE a su tiempo, debido fundamentalmente al impacto cíclico que hace que el déficit disminuya. Sin embargo, dado que las situaciones presupuestarias estructurales apenas están mejorando, existe el riesgo de que se repitan los errores cometidos en el período anterior a la crisis, cuando se puso en evidencia que las mejoras de los saldos presupuestarios no eran duraderas. A medida que la recuperación cíclica cobre impulso, será importante prestar más atención a la sostenibilidad de la deuda y reanudar los esfuerzos de consolidación para lograr avanzar hacia la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo en aquellos países que todavía tienen necesidades de consolidación (véase recuadro 8).



RECUADROS

Recuadro I

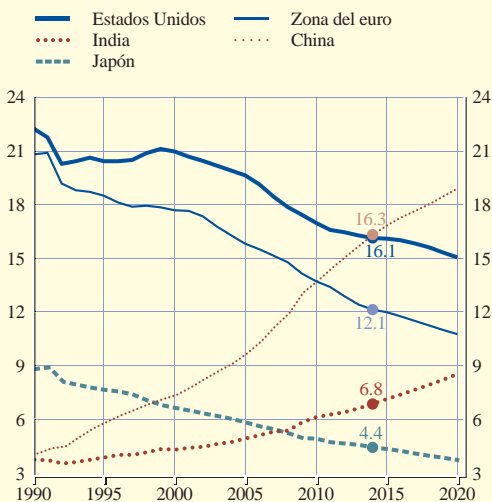
EL RÁPIDO ASCENSO DE INDIA EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

En la última década India ha adquirido gradual importancia económica a escala mundial. En términos de paridad del poder adquisitivo (PPA), India ya era en 2014 el tercer país más grande del mundo tras China y Estados Unidos. Dado que muchos analistas esperan que se mantenga el sólido crecimiento en el futuro, la contribución de India al crecimiento económico mundial, y por consiguiente su relevancia para las perspectivas de la zona del euro, podrían aumentar aún más. El presente recuadro tiene por objeto poner en perspectiva la evolución reciente de las políticas de India y evaluar las perspectivas económicas y los retos a los que se enfrenta el país.

India ya desempeña un papel importante en la economía mundial. En 2014, representaba el 6,8 % del PIB mundial en términos de PPA (véase gráfico A) y aportaba la mayor contribución al crecimiento económico mundial después de China (véase gráfico B). Por el contrario, en el comercio mundial y en los mercados financieros India ha desempeñado hasta ahora un papel relativamente menor. En 2013, India concentró menos del 2 % de las exportaciones de la zona del euro y algo más del 2,5 % de las importaciones mundiales, porcentajes que están más en consonancia con su participación en el PIB mundial basándose en los tipos de cambio de mercado. A finales de 2013, India recibía menos del 1 % del saldo mundial de la inversión extranjera directa (IED); en términos de salidas de IED, la participación total del país en el saldo total de IED era incluso menor (véase gráfico C). Su impacto en los mercados de materias primas por el lado de la demanda también ha sido comparativamente reducido, habida cuenta del tamaño de su población. Por ejemplo, su participación en el consumo de energía era hasta hace poco inferior al 5 %, un porcentaje mucho menor que el de China (más del 20 %).

Gráfico A Participación en el PIB mundial

(porcentajes del PIB mundial)

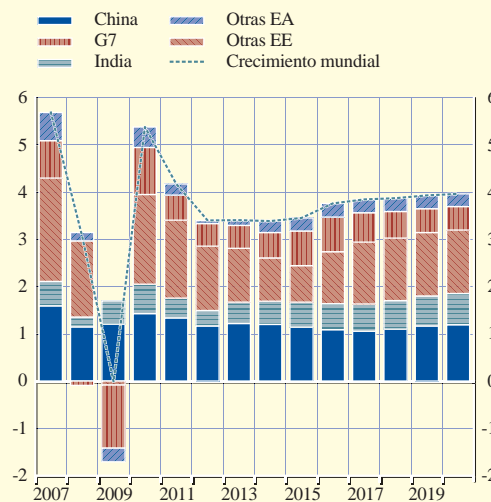


Fuentes: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, abril de 2015, y cálculos del BCE.

Notas: Las participaciones en el PIB se basan en la valoración en paridad del poder adquisitivo del PIB de cada país. Las cifras correspondientes a 2014 aparecen marcadas en el gráfico; los datos de los años posteriores se refieren a proyecciones del FMI.

Gráfico B Contribuciones al crecimiento económico mundial

(tasas de variación; contribuciones en puntos porcentuales)

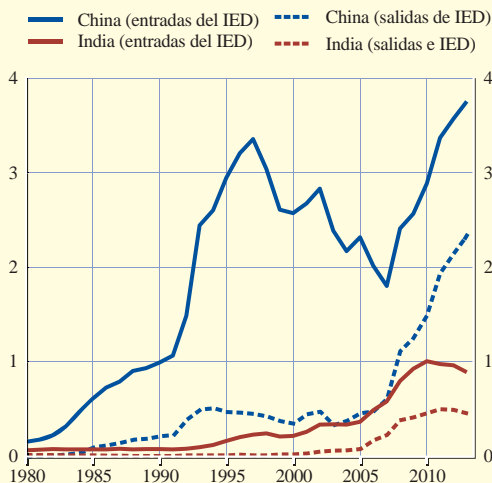


Fuentes: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, abril de 2015, y cálculos del BCE.

Notas: «Otras EA» se refiere a todas las economías avanzadas no pertenecientes al G-7. «Otras EE» incluye todas las economías emergentes, además de India y China. Los datos de 2015 y años posteriores se refieren a proyecciones del FMI.

Gráfico C Participación en el saldo de IED mundial

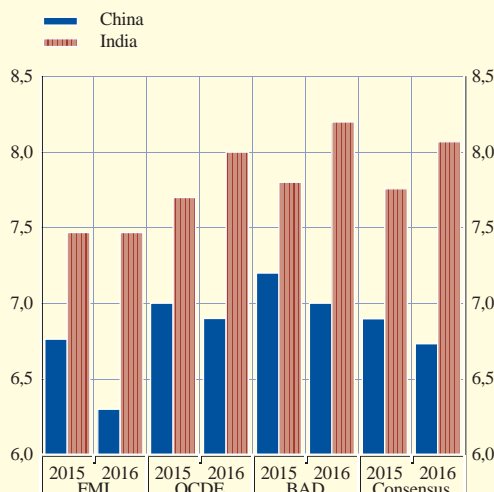
(porcentajes)



Fuente: UNCTAD.

Gráfico D Proyecciones de crecimiento económico para India y China

(tasas de variación interanual)



Fuentes: FMI (Perspectivas de la Economía Mundial, abril 2015), OCDE (Interim Economic Assessment, marzo 2015), Banco Asiático de Desarrollo (Development Outlook, marzo 2015), Consensus Economics, mayo 2015.

NOTA: Las proyecciones del FMI, el Banco Asiático de Desarrollo y Consensus Economics para India se basan en el ejercicio fiscal (es decir, las de 2015 corresponden al ejercicio que comienza en abril de 2015).

Se prevé ampliamente que India adelante a China como la gran economía con crecimiento más rápido este año.

Las perspectivas a corto plazo de India han mejorado, favorecidas en particular por las recientes reformas de las políticas y por los precios más bajos del petróleo, que han ayudado al país a hacer frente a algunas vulnerabilidades macroeconómicas que venía padeciendo desde hace mucho tiempo, entre otras, las elevadas tasas de inflación y los abultados déficits por cuenta corriente y presupuestarios. La inflación medida por los precios de consumo se ha reducido significativamente en los últimos trimestres y se prevé que se mantenga por debajo del 6% hasta finales del ejercicio fiscal en curso (abril de 2015 a marzo de 2016). En un entorno de caída de la inflación, el Banco de la Reserva de India redujo su tipo de interés oficial en dos ocasiones a lo largo de este año hasta situarlo en el 7,5% y se espera que mantenga una orientación acomodaticia de la política monetaria para respaldar el crecimiento. En el futuro, el régimen de objetivos de inflación adoptado recientemente podría contribuir a aumentar la credibilidad de la política monetaria. Los déficits públicos se han reducido en los últimos años: el déficit presupuestario de la Administración Central ha caído hasta el 4,1% del PIB en el último ejercicio fiscal, ya que el Gobierno ha aprovechado la oportunidad brindada por los precios más bajos del petróleo para eliminar algunas subvenciones a los combustibles. El déficit por cuenta corriente también ha descendido, pasando del 4,8% del PIB en 2012 a alrededor del 1,4% en el último ejercicio fiscal. Las recientes reformas de las políticas económicas, incluidos los planes para acelerar la inversión en infraestructuras públicas, parecen haber estimulado la confianza empresarial y de los consumidores respecto a las perspectivas económicas. En este contexto, y con los datos recientes apuntando a un ritmo de crecimiento subyacente más rápido¹,

1 La serie revisada del PIB publicada por la Oficina Central de Estadísticas de India el 30 de enero y el 9 de febrero de este año muestra un ritmo de crecimiento notablemente más sólido en los últimos años. Tras registrar una acusada moderación desde el 11% en 2010 hasta el 5,3% en 2012, se estima que la actividad económica ha repuntado un 6,4% en 2013 y un 7,2% en 2014, lo que supone sendas revisiones al alza de 1,7 y 1,1 puntos porcentuales, respectivamente.

la mayoría de los analistas prevén una aceleración de la tasa de crecimiento de India en los próximos años hasta cerca del 8 %, superando así la de China (véase gráfico D).

De cara al futuro, el potencial de crecimiento económico de India sigue siendo elevado, en la medida en que el país seguirá beneficiándose de un importante dividendo demográfico.

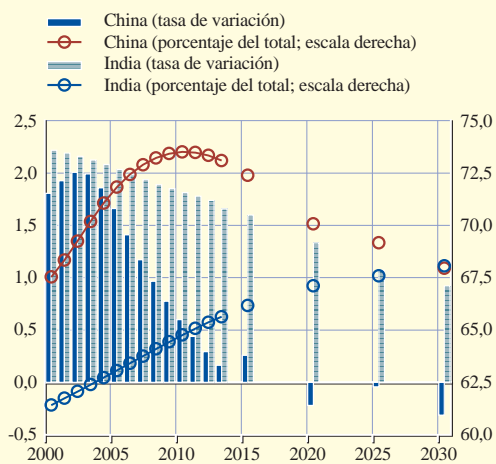
Las tendencias demográficas sugieren que, en 2030, India superará a China como el país más populoso del mundo con la mayor población activa. En ese momento, con más de mil millones de personas en edad de trabajar, la población india de este colectivo sería mayor que la suma de las poblaciones activas de la zona del euro, Estados Unidos e Indonesia (las economías con la tercera, cuarta y quinta poblaciones más grandes, respectivamente). Además, a diferencia de China, se prevé que la población en edad de trabajar de India (como porcentaje de la población total) siga creciendo (véase gráfico E). En consecuencia, la contribución del factor trabajo al crecimiento potencial de India aumentaría gradualmente, según las previsiones, en la próxima década. Por ejemplo, las proyecciones del FMI y de Consensus Economics indican que India registraría un crecimiento medio del PIB del 7,6 % entre 2015 y 2020.

Las perspectivas de India dependen, no obstante, de la capacidad del país para hacer frente a varios desafíos importantes. Las recientes iniciativas en materia de política económica emprendidas por el Gobierno parecen haber estimulado la confianza de los mercados y constituyen una base más sólida para una gestión macroeconómica estable, incluidas unas políticas fiscales saneadas y una atención prioritaria a la estabilidad de precios por parte del banco central. El Gobierno de India ha adoptado también una serie de medidas para mejorar el clima empresarial. La puesta en marcha de reformas estructurales adicionales para hacer frente a los obstáculos heredados que dificultan el crecimiento, incluidas las medidas encaminadas a reducir la burocracia y acelerar la inversión en infraestructuras, podría contribuir a afianzar el sólido ritmo de crecimiento en los próximos años.

Suponiendo que India desarrolle su potencial, podría ganar posiciones en la economía mundial. Dados el rápido crecimiento que registra el país y su creciente participación en el PIB mundial, es probable que aumente su contribución al crecimiento económico mundial. Según las proyecciones más recientes del FMI, se prevé que, para 2018, dicha contribución sea incluso mayor que la suma de las contribuciones del G-7, aunque India seguirá manteniéndose en segundo lugar por detrás de China.

Gráfico E Población en edad de trabajar

(tasas de variación; porcentajes de la población total)



Fuentes: Naciones Unidas y Banco Mundial.
Nota: Los datos de 2015 y años posteriores se refieren a proyecciones.

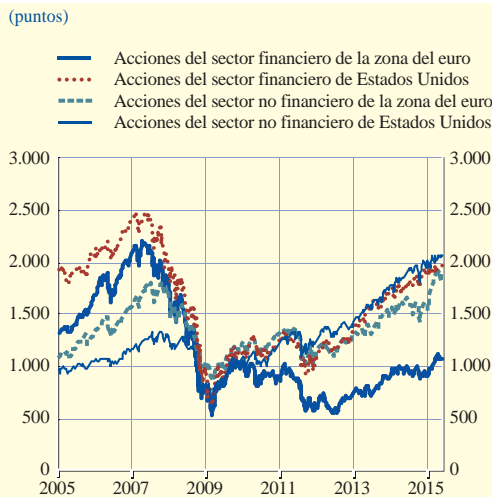
Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

Pese a los recientes aumentos, los precios de las acciones de la zona del euro permanecen ligeramente por debajo de los máximos alcanzados antes de la crisis financiera. Las cotizaciones de la zona del euro han ido recuperando el terreno perdido desde mediados de 2012, aunque en un entorno de tímidas perspectivas de crecimiento. Esta tendencia alcista se interrumpió temporalmente durante el segundo semestre de 2014, cuando la preocupación acerca de una doble recesión contuvo los precios de las acciones de la zona del euro (véase gráfico A). En contraposición a la evolución en la zona del euro, el índice bursátil general de Estados Unidos se encuentra muy por encima del nivel registrado antes de la crisis (véase gráfico B).

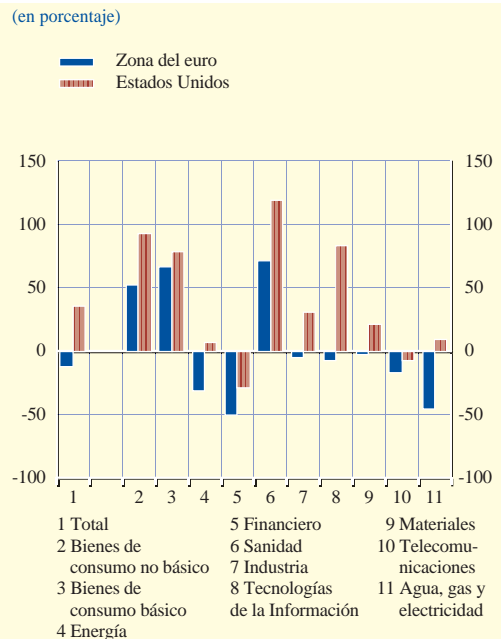
Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la evolución de las acciones del sector financiero ha sido claramente peor que la de las acciones del sector no financiero. Un desglose sectorial más detallado revela que los avances en las cotizaciones del sector no financiero han sido más fuertes y más generalizados en los distintos subsectores en Estados Unidos que en la zona del euro (véase gráfico B). Ello puede explicarse, fundamentalmente, por el hecho de que la rentabilidad de los recursos propios ha sido más elevada en Estados Unidos que en la zona del euro en los cinco últimos

Gráfico A Precios de las acciones de la zona del euro y de Estados Unidos



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
 Notas: Los datos se refieren a las cotizaciones sectoriales de Morgan Stanley Capital International. La observación más reciente corresponde al 29 de mayo de 2015.

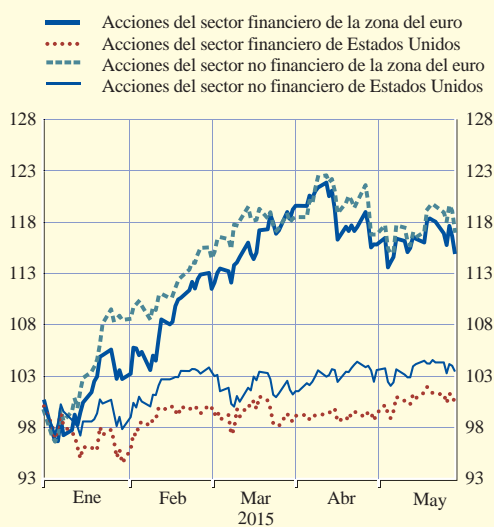
Gráfico B Cotizaciones con respecto al máximo precrisis de julio de 2007



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
 Notas: Los datos se refieren a las cotizaciones sectoriales de Morgan Stanley Capital International. Las cotizaciones en Estados Unidos alcanzaron su máximo en octubre de 2007, pero dicho máximo fue solo algo más elevado que el nivel registrado en julio. Para simplificar, se ha tomado el máximo de la zona del euro de julio de 2007 como la fecha común de registro del máximo. La observación más reciente corresponde al 29 de mayo de 2015.

Gráfico C Evolución de las cotizaciones tras el anuncio del programa ampliado de compra de activos

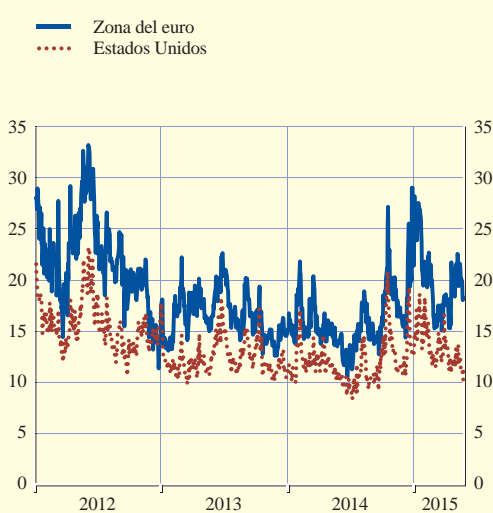
(cambio de base: enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde al 29 de mayo de 2015.

Gráfico D Volatilidad de los mercados bursátiles

(en porcentaje)



Fuente: Thomson Reuters.
Nota: La observación más reciente corresponde al 29 de mayo de 2015.

años. Además, en el mismo período, los anuncios de resultados en Estados Unidos han sorprendido positivamente en gran medida, mientras que en la zona del euro no han cumplido, por lo general, las expectativas de los mercados.

Tras el anuncio del programa ampliado de compra de activos del BCE en enero de 2015, las cotizaciones han registrado un fuerte avance en la zona del euro. Han aumentado más del 17% desde el comienzo del año, y las subidas han sido generalizadas en los distintos sectores (financiero y no financiero) y jurisdicciones, lo que contrasta con la evolución en Estados Unidos, donde los índices bursátiles se han mantenido planos en gran medida desde que se inició el año (véase gráfico C).

La volatilidad en los mercados de renta variable de la zona del euro también disminuyó tras el anuncio del programa ampliado de compra de activos. Antes del anuncio de este programa, la incertidumbre de los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, estuvo fuertemente influida por el aumento de la aversión al riesgo asociada a la incertidumbre política en Grecia. La incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro repuntó hacia mediados de octubre, con el desarrollo de las tensiones políticas en Grecia, y de nuevo a mediados de diciembre, cuando resultó evidente que los debates en el parlamento griego no llevaban a resolver el atolladero político (véase gráfico D). Tras el anuncio del programa ampliado de compra de activos, la volatilidad se redujo.

La volatilidad de los mercados bursátiles de la zona del euro se ha incrementado desde mediados de abril en un entorno de mayor volatilidad en los mercados de deuda soberana de la zona. La mayor volatilidad de los mercados de renta fija de la zona del euro a mediados de abril fue consecuencia, fundamentalmente, del fuerte incremento de las rentabilidades en los plazos más largos de

la curva de rendimientos de la deuda pública de la zona del euro. Este aumento reflejó, sobre todo, una corrección técnica con respecto al acusado descenso registrado tras la fase inicial de aplicación del programa ampliado de compra de activos. Las ventas de bonos también pueden haberse visto intensificadas por el comportamiento gregario de los inversores en un entorno de deterioro de la situación de liquidez.

Se puede utilizar un modelo de descuento de dividendos para identificar mejor los recientes factores impulsores de los precios de las acciones. En este modelo, el precio es el valor descontado de todos los dividendos futuros (D_t), y el factor de descuento es igual al tipo de interés libre de riesgo (r), más una compensación por los riesgos asumidos por los inversores, es decir, la prima de riesgo de las acciones (ERP), de forma que:

$$P = E \left\{ \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r + ERP)^t} \right\}$$

Para que este modelo sea operativo, es necesario formular hipótesis sobre la trayectoria futura de los dividendos. Siguiendo el modelo propuesto por Fuller y Hsia¹, puede presuponerse que el crecimiento de los dividendos se desarrollará en tres etapas. En la primera, que se supone que dura cuatro años, se espera que los dividendos crezcan a una tasa de g_s . La segunda etapa es un período intermedio (que se supone que dura ocho años) en el que se espera que el crecimiento de los dividendos se ajuste de forma lineal a una tasa de crecimiento constante a largo plazo, g_L , que se supone que se mantiene durante la tercera etapa, que es infinita. Con estas hipótesis, Fuller y Hsia muestran que los precios de las acciones pueden calcularse de manera aproximada aplicando la siguiente fórmula:

$$P = D \frac{(1 + g_L) + 8(g_s - g_L)}{r + ERP - g_L}$$

Se supone que g_s es equivalente a las previsiones de crecimiento del beneficio por acción de los analistas, mientras que g_L se aproxima por la tasa de crecimiento futura del PIB a largo plazo publicada por Consensus Economics².

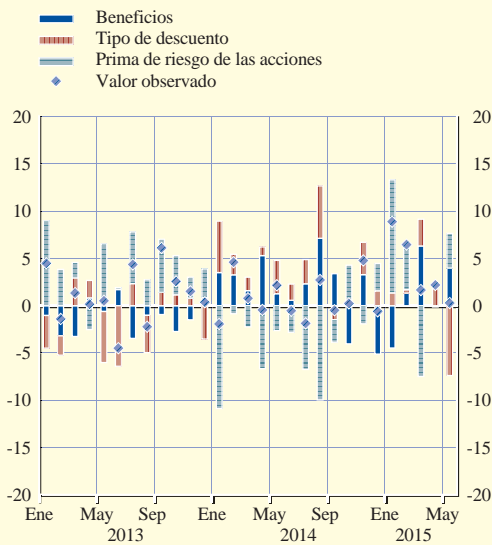
El avance de las cotizaciones de la zona del euro en los primeros meses de 2015 se debió, sobre todo, al mayor apetito por el riesgo y a la reducción de los tipos de descuento. El análisis del modelo de descuento de dividendos mostrado en los gráficos E y F revela que, durante la mayor parte de 2014, el impacto positivo sobre las cotizaciones de la mejora de las expectativas de beneficios y de la disminución del factor de descuento fue contrarrestado por el aumento de la aversión al riesgo (medida como un incremento en la prima de riesgo de las acciones) que, en consecuencia, hizo que los precios de las acciones prácticamente no variaran. Este escenario se invirtió en enero y en febrero de 2015, tras el anuncio del programa ampliado de compra de activos, que provocó una reducción de la aversión al riesgo, con el consiguiente fuerte impulso a las cotizaciones. Además, las estimaciones del modelo sugieren que al menos parte del alza que experimentaron los precios de las acciones a principios de año se debió a la depreciación del euro y a la debilidad de los precios del petróleo.

1 Véase R. J. Fuller y C. Hsia, «A Simplified Common Stock Valuation Model», *Financial Analysts Journal*, vol. 40, septiembre-octubre 1984, pp. 49-56.

2 En este recuadro, g_s se fija al mismo nivel que las previsiones de crecimiento del beneficio por acción a entre tres y cinco años vista («largo plazo») de los analistas de I/B/E/S (Institutional Brokers' Estimate System). Se asume que el tipo de interés libre de riesgo, r , es el tipo *swap* del eonia a diez años. Dado el nivel actual del precio de las acciones P y el nivel de los dividendos D , la prima de riesgo de las acciones, ERP , puede calcularse utilizando la fórmula.

Gráfico E Descomposición de las variaciones de las cotizaciones de las sociedades no financieras de la zona del euro utilizando el modelo de descuento de dividendos

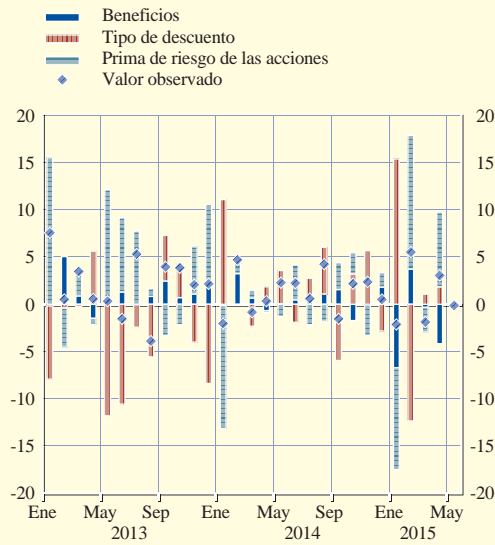
(porcentajes y contribuciones en puntos porcentuales; variaciones intermensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico F Descomposición de las variaciones de las cotizaciones de las sociedades no financieras de Estados Unidos utilizando el modelo de descuento de dividendos

(porcentajes y contribuciones en puntos porcentuales; variaciones intermensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

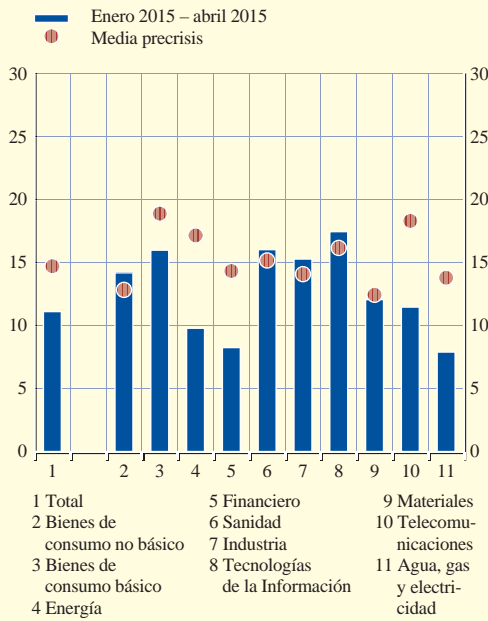
Esta situación contrastó con la de Estados Unidos, donde los desfavorables datos económicos de enero de 2015 también tuvieron su reflejo en una caída de las expectativas de beneficios y solo un ligero avance de las cotizaciones (véase gráfico F). El impacto sobre las cotizaciones se mantuvo relativamente contenido únicamente porque la publicación de datos desfavorables se tradujo en una reducción del tipo de descuento, debido al probable aplazamiento del endurecimiento de la política monetaria. El reciente repunte de la volatilidad de los mercados de renta fija de la zona del euro, que resultó en un aumento del tipo de descuento, se refleja en el discreto comportamiento de los precios de las acciones de la zona del euro en mayo de 2015.

De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento a largo plazo en la zona del euro continúan siendo relativamente débiles y siguen limitando el comportamiento de las cotizaciones en la zona del euro en comparación con Estados Unidos. Aunque los datos macroeconómicos publicados recientemente han sido mejores de lo esperado, las perspectivas de reactivación del crecimiento del producto potencial de la zona del euro son aún débiles. Esto influye negativamente en las expectativas de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios a largo plazo, siendo las expectativas a largo plazo relativas a la rentabilidad de los recursos propios mucho más bajas en la zona del euro que en Estados Unidos (véanse gráficos G y H) y permaneciendo también por debajo de los niveles medios registrados antes de la crisis.

En conjunto, a pesar del avance sostenido de las cotizaciones de la zona del euro desde mediados de 2012, y del aumento más acusado que han registrado recientemente tras el anuncio del programa ampliado de compra de activos, los precios de las acciones de la zona del euro permanecen en niveles inferiores al máximo alcanzado antes de la crisis. Las ratios precio/beneficio

Gráfico G Rentabilidad esperada de los recursos propios de la zona del euro a más de dos años vista

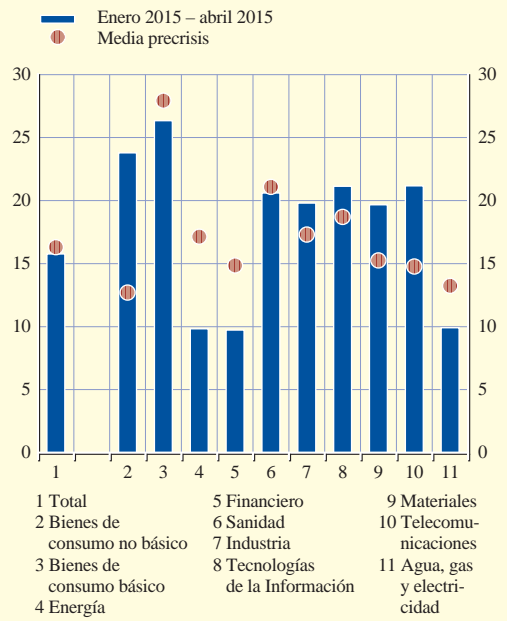
(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
 Notas: La rentabilidad esperada de los recursos propios se calcula a partir de las series de la ratio precio/beneficio y la ratio precio/valor en libros de los índices de Morgan Stanley Capital International. La media precrisis se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y junio de 2007.

Gráfico H Rentabilidad esperada de los recursos propios de Estados Unidos a más de dos años vista

(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
 Notas: La rentabilidad esperada de los recursos propios se calcula a partir de las series de la ratio precio/beneficio y la ratio precio/valor en libros de los índices de Morgan Stanley Capital International. La media precrisis se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y junio de 2007.

se mantienen próximas a sus medias a largo plazo, o por debajo de ellas, en la mayoría de los sectores. En comparación con Estados Unidos, las cotizaciones de la zona del euro continúan registrando una evolución peor, ya que la preocupación por las perspectivas de crecimiento potencial de la zona del euro sigue frenando las expectativas de beneficios.

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 28 DE ENERO DE 2015 Y EL 21 ABRIL DE 2015

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los dos primeros períodos de mantenimiento de 2015, comprendidos entre el 28 de enero y el 10 de marzo de 2015 y entre el 11 de marzo y el 21 de abril de 2015, respectivamente¹. 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 %, respectivamente². El 25 de marzo de 2015 se liquidó la tercera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés), en la que se adjudicaron 97,8 mm de euros, frente a los 82,6 mm de euros y los 129,8 mm de euros adjudicados en la primera y segunda operación, respectivamente³. Además, el 9 de marzo de 2015, el Eurosistema empezó a adquirir valores del sector público como parte de su programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés). Este programa ampliado está integrado por el programa de compras de valores del sector público (PSPP, en sus siglas en inglés), el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés), y el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, en sus siglas en inglés)⁴.

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, se redujeron 23,5 mm de euros con respecto al período de referencia anterior, comprendido entre el 12 de noviembre de 2014 y el 27 de enero de 2015, hasta situarse, en promedio, en 582,2 mm de euros. Este descenso se debió a que los factores autónomos se redujeron, situándose en una media de 473,1 mm de euros.

La reducción de los factores autónomos fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de inyección de liquidez. Entre estos factores, los activos exteriores netos se incrementaron 35,6 mm de euros, en promedio, hasta situarse en 607,6 mm de euros, fundamentalmente como consecuencia de la revaloración de las carteras en esos tres meses, que fueron considerables debido a la depreciación del euro. Las variaciones observadas en los activos exteriores netos quedaron parcialmente compensadas por las variaciones de otros factores autónomos.

1 Desde enero de 2015, la duración de los períodos de mantenimiento se amplía a seis semanas para adaptarlos a los cambios introducidos en el calendario de reuniones del Consejo de Gobierno. Para más información, véase: http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/DecisionesPoliticaMonetaria/14/Arc/Fic/pm140703_1.pdf

2 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.

3 Para más información sobre las dos primeras 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, noviembre de 2014, p. 35, que puede consultarse en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1412.pdf>, y el recuadro titulado «Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 12 de diciembre de 2014 y el 27 de enero de 2015», *Boletín Económico*, BCE, Número 2, 2015, p. 43 (que puede consultarse en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/02/Fich/bebce1502.pdf>).

4 En el sitio web del BCE puede consultarse información detallada sobre el programa ampliado de compra de activos (<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html>).

Por lo que respecta a los factores de absorción de liquidez, la disminución de los depósitos de las Administraciones Públicas se ralentizó, situándose, en promedio en 66,1 mm de euros, frente a los 68,3 mm de euros del período de referencia anterior. Desde la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito hasta el $-0,20\%$ en septiembre de 2014, estos depósitos han seguido una tendencia continuada a la baja, ya que la introducción de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito y la adopción de una nueva Decisión sobre la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas⁵, proporcionaron incentivos a los Tesoros nacionales para reducir sus saldos de efectivo. No obstante, esta tendencia se invirtió en el segundo período de mantenimiento de 2015 cuando estos depósitos registraron un aumento, ya que la persistente caída de los tipos de interés de mercado limitó las alternativas de inversión del efectivo de los Tesoros. Los billetes en circulación se incrementaron 14,5 mm de euros, en promedio, tras el aumento habitual de la demanda durante el período de Semana Santa, pero también como consecuencia de algunos factores específicos de cada país.

La volatilidad de los factores autónomos siguió aumentando durante el período analizado. La mayor volatilidad fue resultado, principalmente, de los movimientos observados en los activos exteriores netos en vista de las revalorizaciones trimestrales de activos en moneda extranjera, pero también de variaciones en los activos netos denominados en euros como consecuencia de la mayor volatilidad de los depósitos del exterior en el Eurosistema. Al mismo tiempo, la volatilidad de la demanda de billetes disminuyó con respecto al período de referencia anterior, en el que la demanda durante la temporada de Navidad provocó una volatilidad transitoria.

El error medio absoluto de las previsiones semanales sobre los factores autónomos se redujo durante el período analizado, de 8,7 mm de euros a 5,4 mm de euros, principalmente como resultado de la disminución de los errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas. No obstante, siguió siendo difícil anticipar la actividad inversora de los Tesoros nacionales en un entorno con unos tipos de interés del mercado monetario a corto plazo cada vez más negativos y de aumento del exceso de liquidez.

Inyección de liquidez

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y compras simples— se incrementó en 13,3 mm de euros durante el período analizado, hasta situarse en 771,9 mm de euros. Este incremento tuvo su origen en el aumento registrado, en promedio, en las carteras en firme (de 48,6 mm de euros) que superó el descenso observado, en promedio, en los fondos obtenidos en las operaciones de subasta (que ascendió a 35,3 mm de euros).

La liquidez proporcionada mediante operaciones de subasta descendió hasta un promedio de 511,2 mm de euros, frente a los 546,5 mm de euros del período anterior. Este descenso fue consecuencia, fundamentalmente, del reembolso anticipado y del vencimiento de las dos OFMPL a tres años durante el primer período de mantenimiento, que se tradujo en una absorción de liquidez por importe de 182 mm de euros. Con todo, una parte de esta cantidad se vio compensada por las operaciones regulares de inyección de liquidez, la OPF y las OFPML a tres meses. Cabe señalar que en la TLTRO de marzo se inyectaron 97,8 mm de euros en el sistema bancario.

⁵ Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_es_txt.pdf

Además, la liquidez proporcionada a través de carteras en firme aumentó en promedio en 48,6 mm de euros como consecuencia de la ejecución del APP ampliado. El aumento de la liquidez proporcionada, en promedio, a través de los programas PSPP, CBPP3 y ABSPP (22 mm de euros, 30,4 mm de euros y 2,7 mm de euros, respectivamente) compensó 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.

Cuadro EUROSISTEMA - situación de liquidez

	28 ene. a 21 abr.		12 nov. a 27 ene.		Segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento	
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)								
Factores autónomos de liquidez	1.601,6	(+4,5)	1.597,1	1.627,1	(+51,1)	1.576,0	(-27,6)	
Billetes en circulación	1.010,7	(+14,5)	996,2	1.015,9	(+10,6)	1.005,4	(-0,2)	
Depósitos de las AAPP	66,1	(-2,1)	68,3	70,2	(+8,0)	62,1	(-4,2)	
Otros factores autónomos	524,8	(-7,9)	532,6	541,0	(+32,5)	508,5	(-23,2)	
Instrumentos de política monetaria								
Cuentas corrientes	243,6	(+25,8)	217,8	261,8	(+36,5)	225,3	(-10,9)	
Exigencias de reservas mínimas	109,1	(+0,9)	106,3	110,6	(+3,0)	107,5	(+1,3)	
Facilidad de depósito	55,5	(+13,6)	41,9	68,6	(+26,2)	42,4	(-7,9)	
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	1.128,7	(+30,7)	1.098,0	1.162,2	(+66,9)	1.095,3	(-3,4)	
Activos exteriores netos	607,6	(+35,6)	572,0	625,9	(+36,7)	589,2	(+12,8)	
Activos netos denominados en euros	521,1	(-4,8)	526,0	536,3	(+30,2)	506,0	(-16,1)	
Instrumentos de política monetaria								
Operaciones de mercado abierto								
Operaciones de subasta	511,2	(-35,3)	546,5	505,0	(-12,6)	517,5	(-55,9)	
OPF	130,7	(+17,4)	113,3	118,9	(-23,7)	142,6	(+23,6)	
Operaciones de financiación con plazo especial	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
OFPM a tres meses	96,9	(+53,5)	43,4	108,4	(+23,1)	85,3	(+36,3)	
OFPM a tres años	38,6	(-197,8)	236,4	0,0	(-77,2)	77,2	(-134,3)	
OFPM con objetivo específico (TLTRO)	245,1	(+91,6)	153,4	277,7	(+65,2)	212,4	(+18,5)	
Carteras en firme								
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	26,5	(-2,6)	29,0	26,0	(-1,0)	27,0	(-1,8)	
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	11,9	(-0,9)	12,8	11,5	(-0,8)	12,3	(-0,5)	
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	55,4	(+30,4)	25,0	63,6	(+16,3)	47,2	(+16,7)	
Programa para los mercados de valores	141,1	(-3,0)	144,1	140,8	(-0,5)	141,3	(-2,8)	
Programa de adquisición de bonos de titulización de activos	3,8	(+2,7)	1,2	4,7	(+1,7)	3,0	(+1,3)	
Programa de compras de valores del sector público	22,0	(+22,0)	0,0	44,0	(+44,0)	0,0	(+0,0)	
Facilidad marginal de crédito	0,3	(-0,1)	0,4	0,2	(-0,2)	0,4	(-0,1)	
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)								
Necesidades de liquidez agregadas	582,2	(-23,5)	605,7	575,8	(-12,8)	588,6	(-23,0)	
Factores autónomos	473,1	(-26,3)	499,4	465,2	(-15,7)	481,0	(-24,3)	
Exceso de liquidez	181,6	(+28,7)	153,0	209,4	(+49,7)	159,8	(-20,0)	
Evolución de los tipos de interés (porcentajes)								
OPF	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,20	(+0,00)	-0,20	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)	
Eonia medio	-0,045	(-0,014)	-0,031	-0,061	(-0,033)	-0,029	(+0,019)	

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).

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez se incrementó en 28,7 mm de euros y se situó, en promedio, en 181,6 mm de euros en el período analizado, registrándose diferencias significativas entre los dos períodos de mantenimiento. En el primer período, el nivel de exceso de liquidez se redujo hasta situarse, en promedio, en 159,8 mm de euros, principalmente como consecuencia del vencimiento de las dos OFPML a tres años. En ese período de mantenimiento, el exceso de liquidez fluctuó entre 139,2 mm de euros y 198,4 mm de euros. Por el contrario, en el segundo período de mantenimiento, el exceso de liquidez aumentó de forma considerable, situándose en 209,4 mm de euros, en promedio, debido fundamentalmente a la liquidación de la tercera TLTRO y a las compras de bonos en el marco del APP ampliado. Durante ese período, el exceso de liquidez pasó de un mínimo de 150,6 mm de euros a un máximo de 273,2 mm de euros.

En vista del aumento del exceso de liquidez, los saldos diarios en cuenta corriente se incrementaron notablemente con respecto al período anterior, un promedio de 25,8 mm de euros, hasta situarse en 243,6 mm de euros. El uso de la facilidad de depósito también siguió aumentando, desde 41,9 mm de euros, en promedio, a 55,5 mm de euros. En el período analizado, el recurso relativo a la facilidad de depósito aumentó marginalmente, hasta alcanzar el 29 % del exceso de reservas⁶, frente a un promedio del 27 % durante el período de referencia anterior.

Evolución de los tipos de interés

El eonia se situó, en promedio, en -2,9 puntos básicos y -6,1 puntos básicos en el primer y segundo período de mantenimiento, respectivamente. El descenso del eonia fue consecuencia de la continuidad de la transmisión del recorte de los tipos de interés de septiembre de 2014 a los tipos de interés a corto plazo, del aumento gradual del exceso de liquidez y de la creciente aceptación de la posibilidad de transmitir a la base de depósitos el tipo de interés negativo aplicado a la facilidad de depósito.

⁶ Saldos medios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas mínimas.

Recuadro 4

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE EN PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO QUE REGISTRABAN ABULTADOS DÉFICITS ANTES DE LA CRISIS

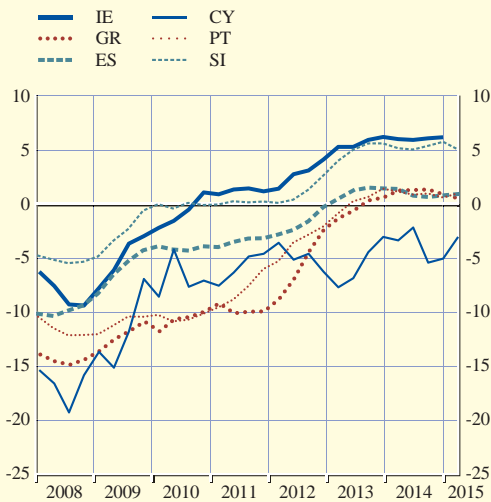
Varios países de la zona del euro han experimentado un proceso de reequilibrio externo. En los años que culminaron en la crisis financiera global se registraron déficits por cuenta corriente especialmente abultados en Irlanda, Grecia, España, Chipre, Portugal y Eslovenia¹. Entre 2008 y 2013, la balanza por cuenta corriente de estas economías experimentó una corrección significativa y, en la mayoría de los casos, pasó a registrar un superávit. A continuación, se analiza con más detalle la evolución más reciente de la balanza por cuenta corriente en este grupo de países².

En 2014, la corrección de la balanza por cuenta corriente en las economías de la zona del euro que registraban abultados déficits antes de la crisis llegó a su fin e incluso se revirtió ligeramente en algunos países (véase gráfico A). En Irlanda, Grecia y Eslovenia, la balanza por cuenta corriente prácticamente no experimentó variación en 2014 con respecto al año anterior. En España y Portugal registró un ligero deterioro de 0,6 y 0,8 puntos porcentuales del PIB, respectivamente. El deterioro fue más pronunciado en Chipre (2 puntos porcentuales), aunque se corrigió en parte en el primer trimestre de 2015. Con la excepción de Chipre, todos los países considerados siguieron registrando superávits por cuenta corriente. Por consiguiente, se mantienen en su mayoría las mejoras obtenidas en la cuenta corriente entre 2008 y 2013 por los países que registraban abultados déficits antes de la crisis.

1 En este recuadro se centra la atención en los países que, en 2008, registraban déficits por cuenta corriente superiores al 4% del PIB y que habían adoptado el euro antes de ese año. Chipre se incluye en este grupo porque había recibido asistencia financiera de la UE y del FMI.
 2 En relación con el primer período posterior a la crisis, véanse los recuadros titulados «Progress in the current account adjustment in the euro area in 2012», *Boletín Mensual*, BCE, julio 2013, y «To what extent has the current account adjustment in the stressed euro area countries been cyclical or structural?», *Boletín Mensual*, BCE, enero 2014.

Gráfico A Balanza por cuenta corriente

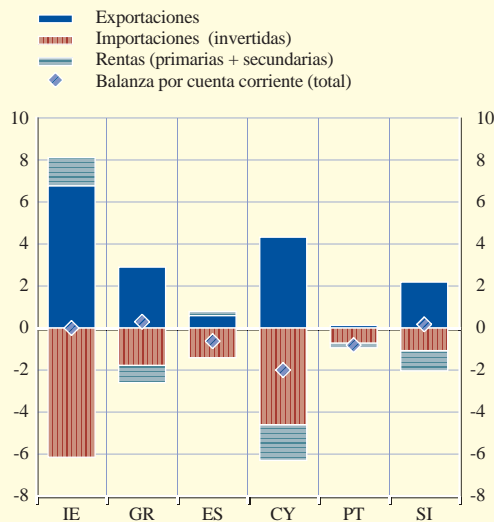
(en porcentaje del PIB; media de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat.
 Nota: la observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2015, salvo en el caso de Irlanda (cuarto trimestre de 2014).

Gráfico B Desagregación de la variación de la balanza por cuenta corriente en relación con el PIB entre 2013 y 2014

(puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.
 Nota: Una contribución negativa de las importaciones indica un aumento de las importaciones en relación con el PIB.

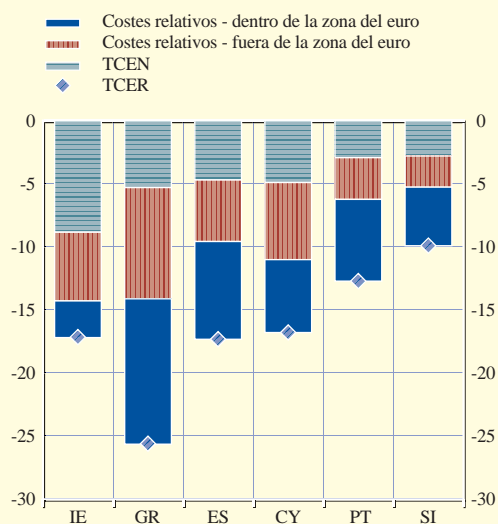
La evolución reciente de la balanza por cuenta corriente refleja principalmente una recuperación de las importaciones impulsada por la demanda, que ha contrarrestado la continua expansión de las exportaciones. En 2014, las exportaciones aumentaron en la mayoría de los países, especialmente en Irlanda, en un contexto de fortalecimiento de la demanda externa (véase gráfico B). No obstante, las importaciones también se recuperaron de su persistente debilidad, lo que puede explicarse, en parte, por un gradual repunte del crecimiento de la demanda interna. En Chipre, Grecia, Eslovenia y, en menor medida, en Portugal también influyó el deterioro de la cuenta agregada de rentas primarias y rentas secundarias³. En Chipre, este tuvo su origen, principalmente, en un déficit incipiente en la cuenta de rentas de la inversión directa, en Grecia en un deterioro de la cuenta de rentas secundarias y, en Eslovenia, en un aumento generalizado del déficit en concepto de rentas de la inversión.

Considerando el período comprendido entre 2009 y 2014, el impacto a la baja sobre la cuenta corriente de la estabilización de la demanda interna se compensó en parte con mejoras sostenidas de los precios relativos y los costes y con un descenso de los precios del petróleo. En comparación con 2009 (cuando el tipo de cambio efectivo nominal del euro alcanzó su valor máximo), los tipos de cambio efectivos reales de los países que registraban abultados déficits por cuenta corriente antes de la crisis, deflactados por los costes laborales unitarios, se han depreciado entre un 10% y un 30% (véase gráfico C). En el caso de Irlanda, la mayor parte de la depreciación real observada desde 2009 es atribuible a las caídas del tipo de cambio efectivo nominal, mientras que, en los otros países, la depreciación ha reflejado, principalmente, ajustes de los costes laborales unitarios en relación con los otros países de la zona del euro y con el resto del mundo. Con la excepción de Eslovenia, los países que registraban abultados déficits por cuenta corriente antes de la crisis ya han corregido en gran medida las pérdidas de competitividad de costes, medidas por el tipo de cambio efectivo real deflactado por los CLU, registradas frente a la zona del euro entre 1999 y el inicio de la crisis. Sin embargo, la transmisión desde los costes laborales unitarios a los precios industriales y de exportación sigue siendo incompleta, debido a factores tales como la persistencia de las barreras a la competencia en los mercados de productos y los aumentos de los impuestos indirectos.

En 2014 el descenso de los precios del petróleo también respaldó las balanzas por cuenta corriente de los países de la zona del euro que registraban abultados déficits antes de la crisis. Los precios más bajos del petróleo tienden a rebajar la factura del crudo y, por ende, a reducir el déficit estructural en el comercio de productos derivados del petróleo. Entre el último trimestre de

Gráfico C Desagregación de la variación del tipo de cambio efectivo real 2009-2014

(en porcentaje; puntos porcentuales)



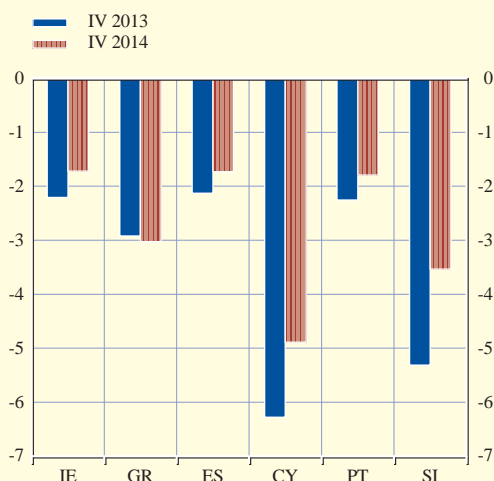
Fuente: BCE.

Nota: El gráfico muestra el tipo de cambio efectivo real (TCER), deflactado por los costes laborales unitarios, frente a los otros países de la zona del euro y las monedas del grupo TCE-20. Un descenso del TCER corresponde a una mejora de la competitividad de costes.

³ La cuenta de rentas primarias registra, principalmente, las rentas de la inversión y la remuneración de los asalariados. Las rentas secundarias muestran las transferencias corrientes, como los ingresos provenientes del presupuesto comunitario de la UE.

Gráfico D Balanza comercial del petróleo

(en porcentaje del PIB)

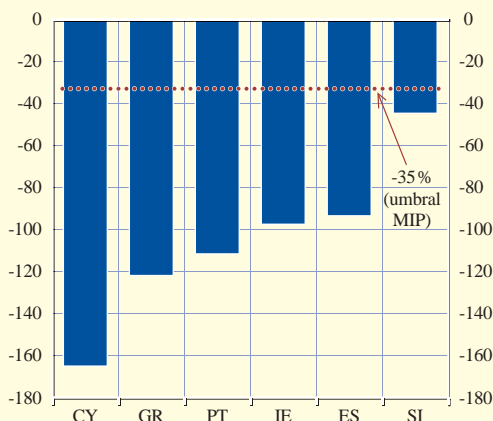


Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos corresponden a la categoría 33 de la CUCI, es decir, petróleo, productos derivados del petróleo y productos conexos.

Gráfico E Posición de inversión internacional neta en 2014

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

Nota: La línea horizontal corresponde al umbral indicativo de -35% del PIB utilizado en el procedimiento de desequilibrio macroeconómico (MIP).

2013 y el último trimestre de 2014, los saldos negativos del petróleo se redujeron significativamente en todos los países, salvo en Grecia (véase gráfico D), compensándose en parte los efectos derivados de los precios más bajos con el aumento de las importaciones reales de productos derivados del petróleo debido a un repunte de la demanda interna⁴. Las mejoras resultantes en la balanza comercial del petróleo fueron particularmente notables en Chipre y Eslovenia (en torno a 1,5-2 puntos porcentuales del PIB), pero también dignos de mención en Irlanda, España y Portugal (alrededor de 0,4-0,5 puntos porcentuales), países en los que los efectos positivos de la caída de los precios del petróleo sobre la balanza por cuenta corriente quedaron contrarrestados, en parte, por los aumentos de las importaciones reales de petróleo y productos derivados del petróleo impulsados por la demanda.

Los abultados y persistentes desequilibrios en los saldos requieren un reequilibrio externo sostenido. Pese al ajuste de los flujos observado en los últimos años, los países que contabilizaban abultados déficits por cuenta corriente antes de la crisis siguen registrando pasivos exteriores netos muy superiores al 35 % del PIB. Este umbral se utiliza en el contexto del procedimiento de desequilibrio macroeconómico para señalar posibles desequilibrios en los saldos externos susceptibles de aumentar la vulnerabilidad en presencia de futuras perturbaciones. En la mayoría de los países objeto del estudio los pasivos exteriores netos alcanzan o incluso sobrepasan niveles próximos al 100 % del PIB (véase gráfico E). Para reducir estos desequilibrios en los saldos se requieren mejoras sostenidas de la balanza por cuenta corriente combinadas con un sólido crecimiento del PIB nominal a medio plazo.

4 Grecia —y, en menor medida, Portugal— cuentan con industrias de refino de petróleo y, por lo tanto, registran simultáneamente importaciones y exportaciones de petróleo y productos conexos, como destilados de petróleo ligero.

Recuadro 5

EL SEGUIMIENTO DE LA TRANSMISIÓN DEL TIPO DE CAMBIO A LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC

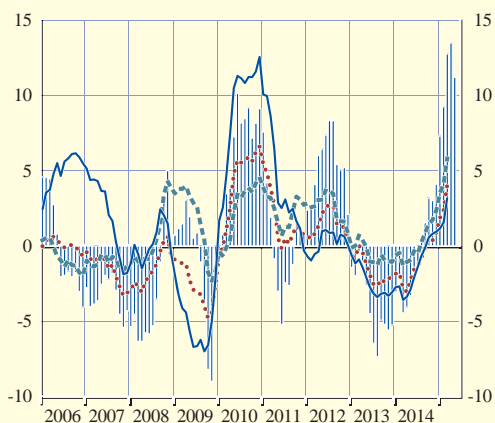
La depreciación que ha experimentado el euro desde mediados de 2014 ha desempeñado un papel importante en la configuración de las perspectivas actuales de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro. En términos nominales efectivos, en mayo de 2015, el tipo de cambio se situaba aproximadamente un 10 % por debajo del nivel de diciembre de 2014 y alrededor de un 15 % por debajo del de marzo de 2014, cuando alcanzó un máximo en el anterior episodio de apreciación. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los precios de importación y de los precios industriales como parte de la habitual transmisión desfasada e incompleta de los movimientos del tipo de cambio a los precios finales de consumo.

La transmisión de las variaciones del tipo de cambio a la inflación medida por el IAPC puede realizarse a través de diversos canales. Si se considera el reciente episodio de depreciación del euro, el primer canal es el impacto directo en el IAPC a través de la cadena minorista, ya que los bienes de consumo final importados se encarecen. El segundo canal, que es indirecto, refleja el aumento de los costes resultante del mayor precio de los bienes intermedios importados que se propaga a las diferentes fases de la producción nacional de bienes intermedios y bienes de consumo final. El tercer canal, que también es indirecto, hace sentir su efecto a través de presiones inflacionistas que son consecuencia, en última instancia, del estímulo que una moneda más débil representa para la actividad económica y la renta.

Gráfico A Precios de las importaciones de bienes intermedios y de consumo

(tasas de variación interanual)

- TCEN-19 (invertido)
- Precios de las importaciones de países de fuera de la zona del euro: industria, excluidas la energía y la construcción
- - - - Precios de las importaciones de países de fuera de la zona del euro: bienes de consumo no alimenticio
- Precios de las importaciones de países de fuera de la zona del euro: bienes intermedios

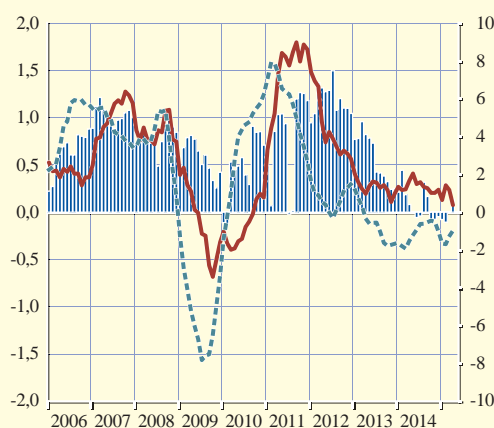


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Las observaciones más recientes corresponden a mayo de 2015 para el tipo de cambio efectivo nominal y a marzo de 2015 para los precios de las importaciones.

Gráfico B Precios industriales de los bienes intermedios y de consumo

(tasas de variación interanual)

- Bienes industriales no energéticos medidos por el IAPC (escala izquierda)
- Índice de precios industriales - bienes de consumo no alimenticio (escala izquierda)
- - - - Índice de precios industriales - bienes intermedios (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Las observaciones más recientes corresponden a abril de 2015 (mayo de 2015 para los bienes industriales no energéticos medidos por el IAPC).

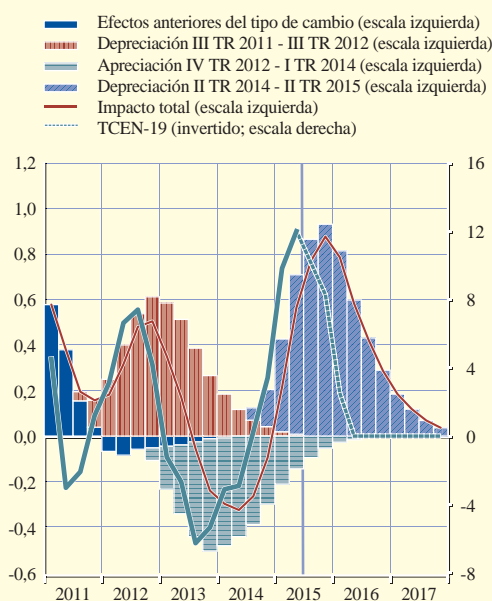
Los precios de importación de los bienes de consumo y de los bienes intermedios se han incrementado considerablemente en los últimos meses. La tasa de variación interanual de los precios de importación de bienes de consumo, excluidos los alimentos, procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro se situó en el 5,8% en marzo de 2015 (véase gráfico A). Este aumento fue muy superior al registrado en los precios de importación entre países de la zona del euro y, dado que la tasa de variación de los precios de producción en la economía mundial ha tendido a moderarse en los últimos meses, estas comparaciones sugieren que la fase alcista de los precios de las importaciones de países de fuera de la zona básicamente reflejó el fuerte impacto al alza de la depreciación del euro que comenzó en la primavera de 2014. La tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes intermedios también ha experimentado un acusado aumento desde la primavera de 2014. Es probable que esto señale, una vez más, un fuerte impacto del tipo de cambio, habida cuenta de que los precios del petróleo y de las materias primas, que desempeñan un importante papel en la fabricación de bienes intermedios, han tendido a descender desde entonces.

En cambio, los precios industriales interiores aún no han mostrado señales de recuperación perceptible (véase gráfico B). Los precios industriales dependen no solo de los precios de los bienes intermedios importados, sino también de la evolución de los costes laborales y no laborales internos, así como del comportamiento las empresas al ajustar sus márgenes en respuesta a la evolución de los costes. En este contexto, la importancia de los bienes intermedios importados tiende a disminuir a lo largo del proceso de producción. En consecuencia, la sensibilidad de los precios industriales ante variaciones de los precios de los bienes intermedios importados tiende a ser relativamente alta en los sectores de bienes intermedios, pero más retardada y moderada en el caso de los sectores de bienes de consumo¹. Por lo tanto, por el momento, la persistente moderación observada en la evolución de los precios industriales interiores de los bienes de consumo es coherente con la transmisión habitual de las variaciones del tipo de cambio a los precios que se deja sentir durante las primeras fases del proceso de producción y determinación de precios.

La transmisión del tipo de cambio a la inflación medida por el IAPC debería ser más perceptible en los próximos trimestres. La evidencia basada en modelos sugiere que puede haber un desfase de varios trimestres entre las variaciones del tipo de cambio y su impacto en la inflación medida por el IAPC. Esto refleja el tiempo que transcurre hasta que los precios de importación se transmiten a las distintas fases del proceso de producción y fijación de precios, y hasta que las presiones

Gráfico C Transmisión del tipo de cambio a la inflación medida por el IAPC

(puntos porcentuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.
 Notas: Los cálculos se basan en una versión actualizada del modelo presentado en el Documento de Trabajo n.º 243 del BCE. La observación más reciente para el tipo de cambio efectivo nominal corresponde al segundo trimestre de 2015. Se supone que el TCEN se mantiene en este nivel hasta 2017.

¹ Véase E. Hahn, «The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area», *Working Paper Series*, n.º 796, BCE, agosto de 2007.

inflacionistas se dejan sentir en la economía interna como consecuencia de efectos en la actividad y en la renta inducidos por el tipo de cambio. Además, se estima que solo alrededor del 15 % de los bienes industriales no energéticos de la cesta del IAPC son productos de consumo directamente importados. Habida cuenta de los retrasos que se producen en la transmisión, los movimientos de los tipos de cambio pueden generar efectos alcistas y bajistas que se solapan. Por ejemplo, los impactos de la reciente depreciación del euro se solapan con los efectos desinflacionistas retardados de la apreciación del euro entre finales de 2012 y la primavera de 2014. Por lo tanto, si no se producen nuevas variaciones del tipo de cambio, es posible que el efecto más pronunciado de la reciente depreciación en la inflación no sea evidente hasta finales de 2015 (véase gráfico C)².

La transmisión de la depreciación del euro ha pasado a ser claramente ostensible en los pronunciados aumentos de los precios de importación. En consonancia con una transmisión generalmente retardada de las variaciones del tipo de cambio, el impacto sobre los precios de producción y de consumo debería ser más evidente en los próximos trimestres. El hecho de que este impacto de la transmisión última a los precios de consumo presente un retardo y sea más moderado es un rasgo característico del proceso de producción y fijación de precios.

2 Véase E. Hahn, «Pass-through of external shocks to euro area inflation», *Working Paper Series*, n.º 243, BCE, julio de 2003. Las funciones impulso-respuesta utilizadas en el gráfico C se basan en una versión actualizada del modelo utilizado en el estudio mencionado. Las respuestas son comparables con las de otros modelos en términos de magnitud y distribución en el tiempo. Sin embargo, se debe tener presente que, en cada momento, la transmisión puede ser distinta de las elasticidades medias en función del tipo de causa subyacente del movimiento del tipo de cambio.

Recuadro 6

FINANCIACIÓN NO BANCARIA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO DURANTE LA CRISIS

La crisis financiera ha generado preocupación en el sentido de que las sociedades no financieras de la zona del euro puedan depender excesivamente de las entidades de crédito para su financiación externa. Esto ocurre sobre todo en el caso de las pequeñas y medianas empresas (pymes) y de las empresas de mediana capitalización (midcaps), que suelen tener escaso acceso directo a los mercados de capitales y dependen de la financiación bancaria efectiva, además de la financiación mediante acciones y otras fuentes de financiación no bancaria. La fuerte dependencia que tienen las pymes y las midcaps de la financiación bancaria las ha dejado más expuestas a las debilidades post-crisis y las necesidades de desapalancamiento del sector bancario de la UE. Este recuadro se centra en la financiación de las sociedades no financieras (SNF) en general, con una comparación de las pymes y las midcaps con las grandes empresas en el período de crisis comprendido entre 2009 y 2014, basada en los resultados de la encuesta del Banco Central Europeo y la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, en sus siglas en inglés)¹. En concreto, en el recuadro se muestra que, durante el período de crisis, las «empresas con restricciones de crédito» —aquellas que en la SAFE indicaron que tenían un acceso limitado a los préstamos bancarios— tendieron a recurrir a la financiación no bancaria (crédito comercial, *leasing*) con mayor frecuencia que las empresas sin restricciones de crédito. Sin embargo, parece que las empresas de los países más afectados por la crisis hallaron más dificultades para realizar este cambio de fuente de financiación.

Sobre la base de la SAFE es posible calcular el porcentaje de SNF de la zona del euro de diferentes tamaños que recurren a diversos instrumentos de financiación (véase el cuadro siguiente). En la SAFE se pregunta a las empresas si utilizaron determinados instrumentos de financiación en el período de seis meses anterior². Estos instrumentos abarcan desde fuentes internas (beneficios no

1 Puede consultarse la SAFE en la siguiente dirección: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.
 2 Para acceder a análisis previos que utilizan información obtenida de la SAFE, véase la presentación realizada por C. O’Toole, «SME lifecycle and non-bank financing in Europe: what determines usage?», en el seminario del BCE sobre el acceso de las pymes a la financiación titulado: SMEs’ access to finance: the role of financial and non-financial intermediaries and capital markets, 11 de diciembre de 2014.

Utilización de instrumentos de financiación por parte de las sociedades no financieras

(medias porcentuales con respecto al total de la muestra en el período 2009-2014)

	Microempresas	Pequeñas empresas	Empresas medianas	Grandes empresas
Beneficios no distribuidos	24	30	38	46
Subvenciones/préstamos subvencionados	12	16	20	22
Descubiertos bancarios	38	43	40	42
Préstamos bancarios	28	39	43	48
Crédito comercial	26	30	35	38
Otros préstamos	9	12	19	28
Leasing	19	40	50	56
Valores representativos de deuda	1	1	1	4
Financiación <i>mezzanine</i>	1	2	4	6
Acciones	4	6	8	9

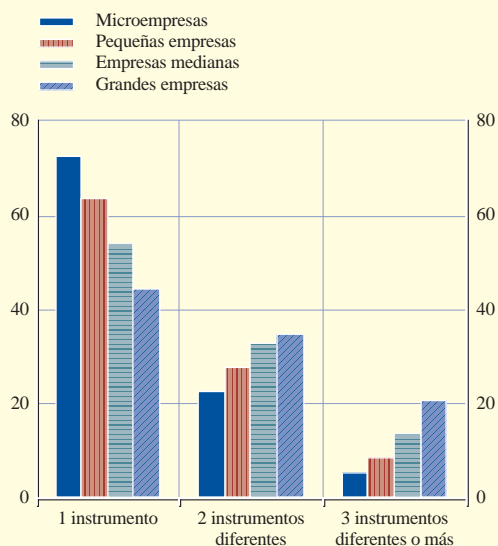
Fuentes: Encuesta del BCE y la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las empresas.
 Notas: El tamaño de la empresa se define en términos del número de empleados, considerándose microempresas aquellas que tienen entre uno y nueve empleados, pequeñas empresas, las que poseen entre diez y 49 empleados, empresas medianas, entre 50 y 249 empleados, y grandes empresas, 250 empleados o más. «Otros préstamos» son préstamos (excluido el crédito comercial) de sociedades vinculadas o accionistas, familiares y amigos. Las «subvenciones/préstamos subvencionados» suponen el apoyo de fuentes públicas en forma de garantías, préstamos a tipos de interés reducidos, etc. Los «descubiertos bancarios» incluyen excedidos en líneas o en tarjetas de crédito. La «financiación *mezzanine*» comprende préstamos subordinados, préstamos participativos o instrumentos de financiación similares.

distribuidos), subvenciones/préstamos bancarios subvencionados y financiación bancaria (líneas de crédito, descubiertos, tarjetas de crédito y préstamos) hasta diversas fuentes de financiación externa no bancaria, como el crédito comercial, otros préstamos (por ejemplo, de una sociedad vinculada), *leasing*, emisión de deuda, financiación *mezzanine* y acciones.

Los instrumentos bancarios, como las subvenciones/préstamos subvencionados, los descubiertos y los préstamos bancarios, se utilizan en mayor medida que los instrumentos de financiación en los mercados, como valores representativos de deuda, financiación *mezzanine* y acciones. Las empresas, especialmente las de gran tamaño, también recurren a los beneficios no distribuidos (véase el cuadro). Aunque el *leasing* parece ser el instrumento más usado, al menos por parte de las medianas y grandes empresas, no es necesariamente el más importante en términos de volumen o de financiación de nuevas inversiones. En la mayoría de los instrumentos existe un patrón claro: el porcentaje de utilización aumenta con el tamaño de la empresa. Esto confirma que las grandes empresas suelen tener un acceso mejor y más diversificado a las distintas fuentes de financiación. También resulta interesante observar que, de todos los instrumentos de financiación externa, las microempresas y las pequeñas empresas se inclinan por los instrumentos bancarios a corto plazo, como las líneas de crédito, los descubiertos bancarios y las tarjetas de crédito, seguidos de los

Gráfico A Porcentaje de SNF que utilizan diferentes instrumentos externos no bancarios

(porcentajes de respuestas con respecto al total de la muestra en el período 2009-2014)

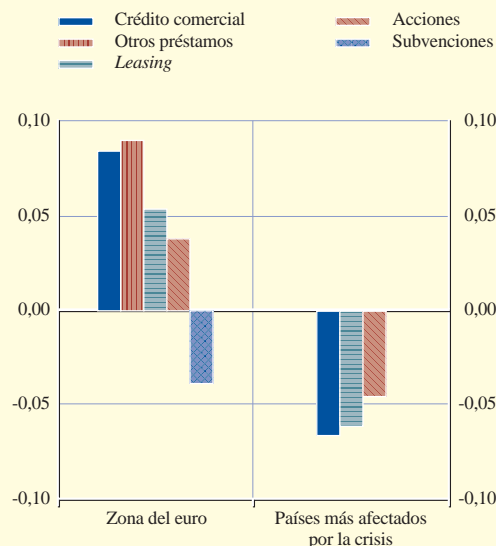


Fuente: Encuesta del BCE y la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las empresas.

Notas: El tamaño de la empresa se define en términos del número de empleados, considerándose microempresas aquellas que tienen entre uno y nueve empleados, pequeñas empresas, las que poseen entre diez y 49 empleados, empresas medianas, entre 50 y 249 empleados, y grandes empresas, 250 empleados o más. Los instrumentos de financiación no bancarios son: el crédito comercial, otros préstamos, el *leasing*, los valores representativos de deuda, la financiación *mezzanine* y las acciones.

Gráfico B Probabilidad de que las SNF con restricciones de crédito utilicen instrumentos externos no bancarios

(estimaciones basadas en regresiones de mínimos cuadrados)¹⁾



Notas: La variable dependiente es una binaria que toma valor 1 si la empresa ha utilizado una fuente de financiación específica en los seis meses anteriores, y valor 0 en caso contrario. El período de estimación es 2009-2014 para once países de la zona del euro. Solo se indican los coeficientes significativos a efectos estadísticos.

1) Las estimaciones se basan en regresiones ponderadas de mínimos cuadrados (véase el informe sobre los resultados de la SAFE en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html> para obtener una explicación de las ponderaciones utilizadas en la encuesta). Las regresiones incluyen efectos fijos de país-sector y efectos fijos temporales y los errores son robustos. El número de observaciones oscila entre 39.949 para el *leasing* y 18.242 para las acciones.

préstamos bancarios, el crédito comercial y el *leasing*, mientras que las medianas y las grandes empresas recurren con mayor frecuencia al *leasing*, y en segundo lugar a los préstamos bancarios (a largo y a corto plazo) y al crédito comercial.

La proporción de SNF que utilizan más de una fuente de financiación externa no bancaria aumenta con el tamaño de la empresa. De todas las empresas que usan fuentes de financiación externa no bancaria, el 57 % recurrió a una sola fuente y el resto, a dos como mínimo. Las empresas micro (72 %), pequeñas (64 %) y medianas (54 %) utilizaron principalmente un instrumento de financiación no bancario (véase gráfico A). Sin embargo, más de la mitad de las grandes empresas (56 %) recurrió a al menos dos fuentes de financiación no bancaria. La diferencia se incrementa con el tamaño: por ejemplo, el 13 % de las empresas medianas y el 21 % de las grandes empresas indicaron que utilizaban simultáneamente tres o más fuentes de financiación externa no bancaria, mientras que este porcentaje se reduce al 9 % en el caso de la pequeñas empresas y al 5 % en el de las microempresas.

El análisis econométrico proporciona más información sobre la utilización de fuentes de financiación externa no bancaria durante la crisis. Para investigar los factores determinantes del uso de la financiación no bancaria, se estima una regresión de una variable ficticia, que toma valor 1 si la empresa ha utilizado una fuente de financiación externa no bancaria específica en los seis meses anteriores, o valor 0 en caso contrario, sobre un conjunto de factores. Se incluyen factores idiosincrásicos de la empresa relativos a su demografía y su situación financiera y factores relacionados con la financiación bancaria, como los costes de los préstamos bancarios y los criterios de aprobación de los préstamos, y un indicador de las restricciones del crédito bancario³. Estas variables resultan particularmente útiles para detectar posibles relaciones de sustitución entre fuentes bancarias y no bancarias. Además, se tienen en cuenta las variables de cada país relacionadas con la actividad real (crecimiento del PIB y tasa de paro) y se distingue entre los países menos afectados por la crisis (Bélgica, Alemania, Francia, Países Bajos, Austria y Finlandia) y los más duramente afectados por ella (Irlanda, Grecia, España, Italia y Portugal).

Generalmente, las empresas con restricciones financieras han sido más propensas a recurrir a la financiación no bancaria, como el crédito comercial y el *leasing*. El gráfico B muestra los coeficientes estimados del análisis econométrico. En cuanto a las empresas que señalaron un acceso restringido a los préstamos bancarios, los resultados muestran que tuvieron mayor propensión a recurrir a la financiación no bancaria (crédito comercial y *leasing*) que las empresas que no indicaron restricciones (coeficientes positivos en el panel izquierdo). El coeficiente relativo al uso de las acciones también es significativo desde el punto de vista estadístico y existe evidencia de que las empresas con restricciones de crédito recurrieron menos a las subvenciones, lo que indica que a las empresas a las que ya se les habían denegado préstamos bancarios les resultó difícil beneficiarse de programas públicos destinados a obtener préstamos bancarios garantizados. Además, las empresas con restricciones de crédito de los países más afectados por la crisis tuvieron mayor dificultad para pasar de los préstamos bancarios a otras fuentes de financiación que las empresas con el mismo tipo de restricciones de otros países (coeficientes negativos en el panel derecho).

3 La variable dependiente es una categórica que toma valor 1 si la empresa ha utilizado una fuente de financiación específica en los seis meses anteriores, y valor 0 en caso contrario. Las variables independientes controlan el tamaño, la antigüedad, la cifra de negocios, si las empresas son independientes o familiares, y su situación financiera en términos de ventas y rentabilidad, recursos propios e historial crediticio. Todas las variables se obtienen de la encuesta.

En conjunto, los resultados del análisis confirman que las sociedades no financieras, y sobre todo las pymes, recurren en menor medida a fuentes de financiación en los mercados que a la financiación bancaria. Aunque los mercados de capitales representan una importante fuente de financiación alternativa para las sociedades no financieras, son accesibles principalmente para las grandes empresas con elevada calificación crediticia y ubicadas por lo general en países más grandes con mercados financieros más desarrollados. A menos que las sociedades no financieras, y especialmente las pymes, tengan acceso a fuentes de financiación alternativas, cualquier disminución del crédito bancario producirá probablemente un efecto negativo en su capacidad para financiar su inversión. Con la armonización de las políticas de los mercados financieros y el favorecimiento de un cambio hacia la financiación en los mercados, la iniciativa de la Comisión Europea de un mercado único de capitales hará que las pymes europeas sean más resistentes a perturbaciones en la oferta de crédito bancario y ayudará a reducir los obstáculos a su acceso a la financiación.

Recuadro 7

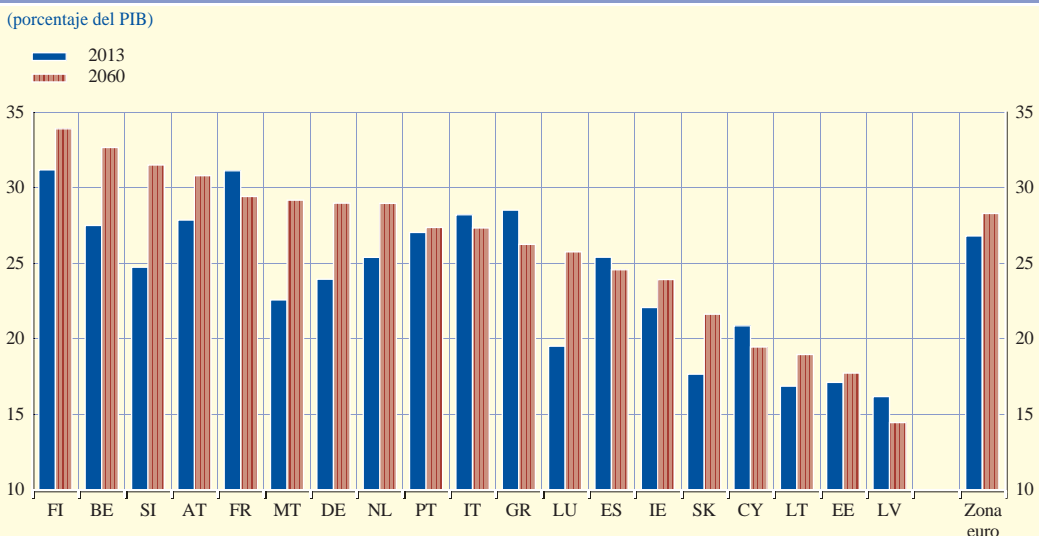
EL INFORME SOBRE ENVEJECIMIENTO 2015: ¿CUÁL SERÁ EL COSTE DEL ENVEJECIMIENTO EN EUROPA?

Europa se enfrenta a un reto demográfico. Se prevé que la tasa de dependencia de los mayores, es decir, el porcentaje de la población de más de 65 años sobre la población en edad de trabajar, casi se duplique en la zona del euro, pasando de la tasa actual de alrededor del 29% a más del 50% en 2060. Si no se aplican reformas estructurales adecuadas, el envejecimiento demográfico tendrá consecuencias adversas para la sostenibilidad de las finanzas públicas, especialmente en el largo plazo. Además, dado que se proyecta que la población activa disminuya, se espera que el envejecimiento frene el crecimiento potencial del PIB. Debido a su impacto adverso en la sostenibilidad de las finanzas públicas y el crecimiento potencial, el envejecimiento también es importante para la política monetaria.

En este recuadro se presentan un resumen y una valoración de los principales resultados de las proyecciones del Informe sobre envejecimiento 2015 para los países de la zona del euro. El Informe sobre envejecimiento 2015, publicado el 12 de mayo de 2015, es el más reciente de los informes que el Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento del Comité de Política Económica elabora cada tres años. El informe proporciona proyecciones a largo plazo, para todos los países de la UE y para el período 2013-2060, sobre los costes totales relacionados con el envejecimiento y sus componentes, esto es, pensiones, atención sanitaria, cuidados de larga duración, educación y prestaciones por desempleo. Las proyecciones se basan en una metodología común y en un conjunto de supuestos demográficos y macroeconómicos.

Se prevé que los costes totales asociados al envejecimiento demográfico en la zona del euro se incrementen durante el horizonte de proyección, aunque se observan diferencias sustanciales entre países. Según el Informe sobre envejecimiento 2015, los costes totales ligados al envejecimiento en la zona del euro aumentarán 1,5 puntos porcentuales del PIB, es decir, pasarán del 26,8% del PIB en 2013 al 28,3% en 2060 (véase gráfico A). No obstante, la evolución de los costes del envejecimiento

Gráfico A Costes totales del envejecimiento



Fuente: Informe sobre envejecimiento 2015.

es muy heterogénea en los distintos países. Mientras que se proyecta que estos costes se incrementen sustancialmente en Eslovenia, Malta, Luxemburgo, Bélgica y Alemania (al menos 5 puntos porcentuales del PIB), se espera que disminuyan en Francia, Italia, Grecia, España, Chipre y Letonia. En 2013, los países con los costes del envejecimiento más elevados fueron Finlandia y Francia (con un coste de alrededor del 31 % del PIB en ambos países), así como Grecia e Italia (por encima del 28 % del PIB en los dos casos). Para 2060 se espera que Finlandia, Bélgica y Eslovenia sean los países de la zona del euro en los que el envejecimiento supondrá el mayor desafío, con unos costes totales muy superiores al 31 % del PIB.

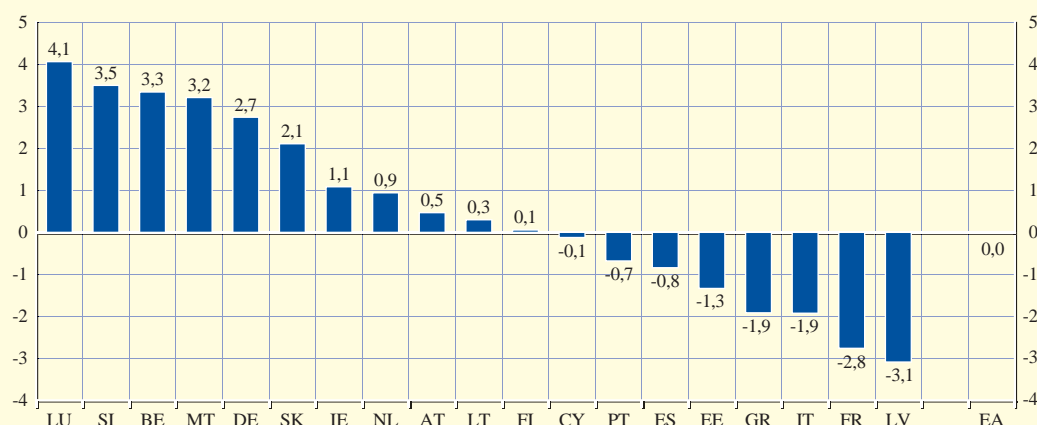
Se proyecta que, el gasto en pensiones, el principal componente de los costes totales asociados al envejecimiento¹, se mantenga estable en relación con el PIB, en promedio, durante el horizonte de proyección. Ciertamente, se prevé que el gasto en pensiones en la zona del euro retorne al nivel de 2013, el 12,3 % del PIB, para 2060 (véase gráfico B). No obstante, la evolución de los costes de las pensiones presenta notables diferencias entre países. Se espera que el gasto en pensiones aumente en la mayoría de los países de la zona (en particular en Luxemburgo, Eslovenia, Bélgica y Malta, en los que se proyecta que se incremente en más de 3 puntos porcentuales del PIB), mientras que se prevé que disminuya en ocho países de la zona (Chipre, Portugal, España, Estonia, Grecia, Italia, Francia y Letonia). En cambio, se espera que el coste de la atención sanitaria y de los cuidados de larga duración se eleve en todos los países de la zona.

En comparación con el Informe sobre envejecimiento 2012², el aumento previsto de los costes totales ligados al envejecimiento se ha revisado considerablemente a la baja, pasando del 3,5 % al 1,5 % del PIB durante el horizonte de proyección. Las proyecciones de los costes del envejecimiento en Luxemburgo, Francia y Grecia, en particular, se han revisado sustancialmente a la baja

- 1 El gasto en pensiones supone, en promedio, casi la mitad del total de los costes asociados al envejecimiento de la población, seguido de la atención sanitaria (una cuarta parte) y la educación (una quinta parte), mientras que el peso relativo de los cuidados de larga duración y de las prestaciones por desempleo es más limitado.
- 2 Véase también el recuadro titulado «Retos fiscales derivados del envejecimiento de la población: nueva evidencia para la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2012.

Gráfico B Variación de los costes de las pensiones

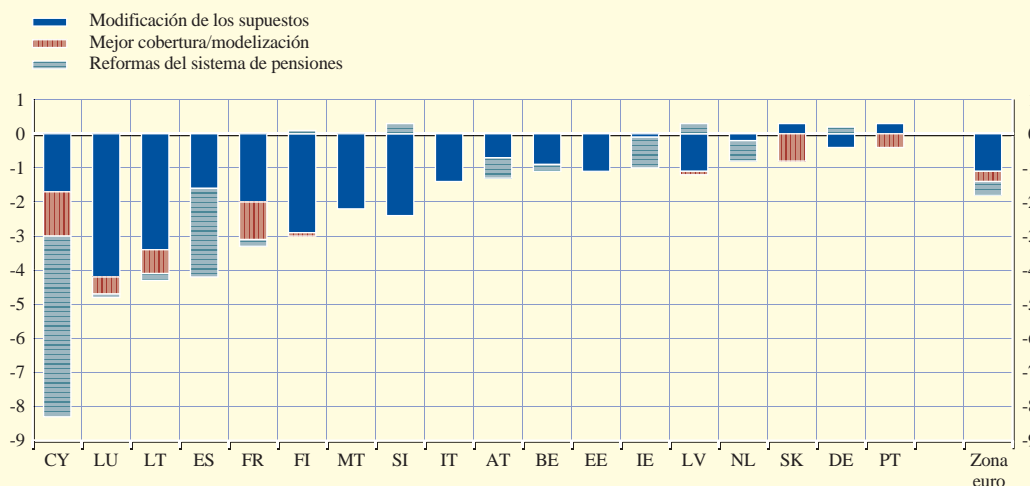
(puntos porcentuales del PIB, 2013-2060)



Fuente: Informe sobre envejecimiento 2015.

Gráfico C Detalle de la revisión de la variación del coste de las pensiones

(puntos porcentuales del PIB; variación entre los Informes sobre envejecimiento 2012 y 2015)



Fuente: Informe sobre envejecimiento 2015.

Notas: Las proyecciones del Informe sobre envejecimiento 2012 se han actualizado con las proyecciones evaluadas por expertos de los países de la zona del euro que han llevado a cabo reformas del sistema de pensiones en los tres últimos años (Bélgica, Letonia, Países Bajos, Eslovenia y Eslovaquia), con la excepción de España y Chipre, para los que solo se dispone de las cifras originales del informe de 2012 para este detalle. Las cifras se basan en datos del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95). No se dispone del detalle para Grecia. «Modificación de los supuestos» se refiere a las variaciones del coste de las pensiones resultantes de la utilización de supuestos demográficos y macroeconómicos diferentes. «Mejor cobertura/modelización» se refiere a variaciones del coste de las pensiones como consecuencia de una mejor cobertura de las proyecciones nacionales de las pensiones y/o de mejores técnicas de modelización.

(al menos 4,5 puntos porcentuales del PIB durante el período 2013-2060). El panorama es similar en lo que se refiere a la variación de los costes de las pensiones, que se han revisado a la baja en 1,2 puntos porcentuales del PIB para la zona del euro con respecto al informe anterior³.

La revisión a la baja de las proyecciones de los costes de las pensiones parece deberse principalmente a unos supuestos demográficos y macroeconómicos más favorables, más que a la aplicación de verdaderas reformas. Mientras que los supuestos subyacentes explican hasta dos terceras partes de las revisiones, el impacto de las nuevas reformas de los sistemas de pensiones parece ser, en promedio, bastante limitado (véase gráfico C)⁴. Los nuevos supuestos demográficos parecen ser el origen, en promedio, de alrededor de una tercera parte de las revisiones a la baja de la evolución de las pensiones como sugiere, entre otros factores, la sustancial revisión a la baja de la variación de la tasa de dependencia de los mayores (casi 4 puntos porcentuales entre 2013 y 2060), en comparación con el informe anterior⁵. Este factor parece ser especialmente relevante en el caso de Lituania, Letonia, Luxemburgo, Malta y Eslovenia. Además, el hecho de que los supuestos macroeconómicos hayan mejorado con respecto al informe anterior, en particular la disminución más pronunciada de la tasa de desempleo (de 2,4 puntos porcentuales con respecto al informe de 2012), parece haber contribuido notablemente a la revisión a la baja de las proyecciones de las pensiones (véase gráfico D).

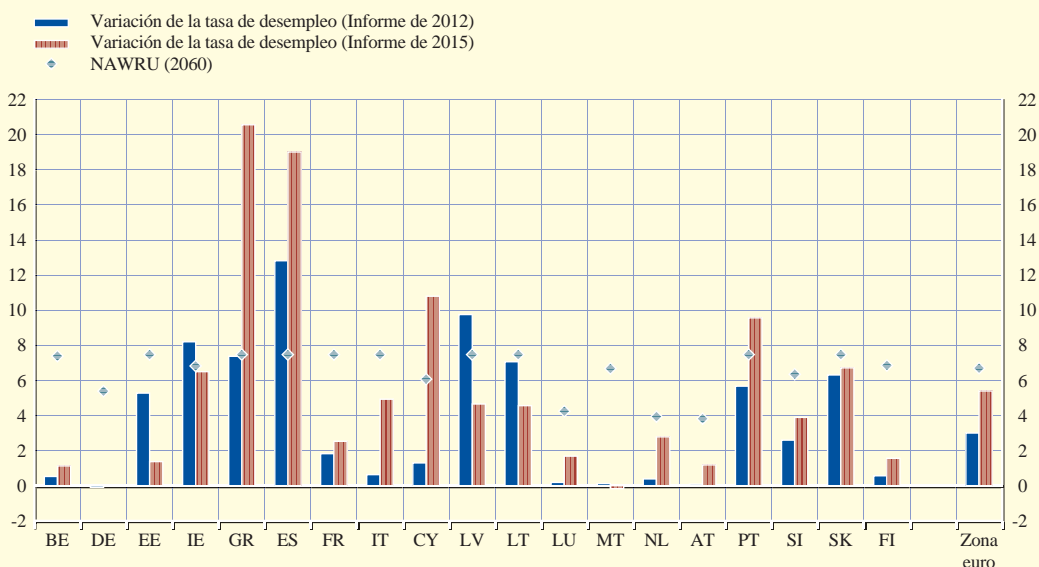
3 Las cifras notificadas para el Informe sobre envejecimiento 2012 se muestran para el mismo período (2013-2060) e incluyen el impacto en varios países (Bélgica, España, Chipre, Letonia, Países Bajos, Eslovenia y Eslovaquia) de las reformas de las pensiones evaluadas por expertos después de concluir el informe de 2012. Por lo tanto, sin las cifras actualizadas del informe de 2012, la diferencia con respecto al informe anterior habría sido aún mayor.

4 En el caso de Chipre y España, el gráfico C muestra una caída significativa de los costes de las pensiones como consecuencia de las reformas de los sistemas de pensiones. A diferencia de otros países de la zona del euro en los que se han realizado reformas en este ámbito en los tres últimos años (Bélgica, Letonia, Países Bajos, Eslovenia y Eslovaquia), no se dispone de proyecciones actualizadas evaluadas por expertos para Chipre y España a los efectos del detalle que se presenta en el gráfico C.

5 Los supuestos demográficos se basan en las proyecciones de población EUROPOP2013, publicadas por Eurostat en abril de 2014.

Gráfico D Variación de la tasa de desempleo

(porcentaje, 2013-2060)



Fuente: Informe sobre envejecimiento 2015.

Notas: Un valor positivo de la variación de la tasa de desempleo indica una disminución de esta tasa entre 2013 y 2060. Los valores tomados del Informe sobre envejecimiento 2012 se han recalculado para el período 2013-2060. Los rombos indican el nivel de la tasa de desempleo no aceleradora de los salarios (NAWRU) en 2060 (nivel máximo en el 7,5 %).

El efecto derivado del mercado de trabajo es especialmente pronunciado para España, Italia, Chipre, Grecia y Portugal.

Las nuevas proyecciones de los costes del envejecimiento en algunos países están expuestas a considerables riesgos adversos porque se basan en supuestos macroeconómicos favorables.

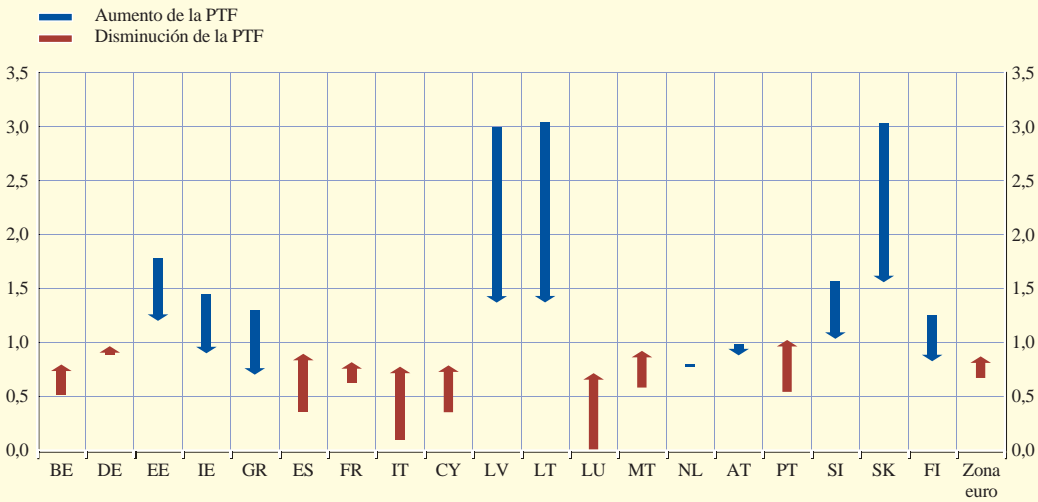
En concreto, el supuesto de que el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF), que se ha reducido sustancialmente durante la crisis, se recuperará hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 1 % a largo plazo parece ser optimista para algunos países si no se introducen reformas que potencien sustancialmente el crecimiento. Esto también es válido desde una perspectiva histórica. Durante el período 1999-2012, el crecimiento de la PTF se situó en torno al 0,7 %, en promedio, con unas tasas significativamente más bajas en Bélgica, España, Italia, Chipre, Luxemburgo y Portugal (véase gráfico E). Además, el supuesto de que la tasa de desempleo convergerá a la baja hasta situarse en una media de largo plazo de la UE no superior al 7,5 % para 2060 (según las proyecciones, la tasa media de desempleo de la zona del euro será del 6,7 % en 2060) solo es razonable si se acometen reformas sustanciales del mercado de trabajo. La disminución del desempleo que presupone el informe es especialmente acusada en Grecia, España, Chipre y Portugal (unos 10 o más puntos porcentuales entre 2013 y 2060) (véase gráfico D). Con la aplicación de estos supuestos, que están sujetos a un elevado grado de incertidumbre, el Informe sobre envejecimiento se aparta de la práctica habitual (y prudente) de basar las proyecciones en el supuesto de que «las políticas no se modificarán». De hecho, si estos supuestos no se materializan según lo previsto, los costes asociados al envejecimiento podrían ser considerablemente más elevados en países en cuestión.

También existen riesgos relacionados con la reversión de las reformas de los sistemas de pensiones aplicadas.

El informe parte del supuesto de que todas las reformas de las pensiones que se han

Gráfico E Variación del crecimiento de la productividad total de los factores

(tasa de variación entre las medias de 1999-2012 y 2013-2060)



Fuentes: Informe sobre envejecimiento 2015 y Eurostat.

Notas: Variación de la tasa de crecimiento de la PTF entre las medias históricas (1999-2012) y las medias de las proyecciones (2013-2060). Las flechas azules indican una disminución del crecimiento de la PTF en comparación con medias históricas, mientras que las flechas rojas señalan un aumento del crecimiento de la PTF en relación con medias históricas.

aprobado en los últimos años se aplicarán íntegramente. No obstante, no puede descartarse una reversión de reformas anteriores, como indican los debates que han tenido lugar recientemente en algunos países.

En general, pese a que las proyecciones de los costes asociados al envejecimiento demográfico son más favorables para muchos países, son necesarias nuevas reformas para frenar el aumento de estos costes. Para algunos países, las nuevas proyecciones sobre los costes del envejecimiento están expuestas a riesgos adversos, ya que dependen de unos supuestos muy optimistas sobre la evolución de la productividad y del mercado de trabajo. Si no se introducen reformas para reducir el desempleo estructural y aumentar el crecimiento potencial, los costes ligados al envejecimiento de estos países serán sustancialmente mayores. Por lo tanto, sería erróneo interpretar las nuevas proyecciones de estos costes como una señal de que es menos perentorio alentar los esfuerzos de reforma de los países.

LA EFICACIA DEL OBJETIVO PRESUPUESTARIO A MEDIO PLAZO COMO ANCLA DE LAS POLÍTICAS FISCALES

Todos los países de la zona del euro que no están sujetos a un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI debían enviar sus actualizaciones de los programas de estabilidad al Consejo Ecofin y a la Comisión Europea para finales de abril de 2015. En consonancia con el componente preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), en estas actualizaciones se describen las estrategias presupuestarias de los Gobiernos para el año en curso y los tres años siguientes, como mínimo. También se especifican los objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP) de los países y los avances previstos para su consecución. Sobre la base de una evaluación de los programas de estabilidad, el Consejo Europeo refrendará las recomendaciones específicas de política fiscal para cada país los días 25 y 26 de junio. Estas recomendaciones tendrán en cuenta la Comunicación de la Comisión sobre flexibilidad del PEC¹ de enero de 2015, que proporciona nuevas orientaciones sobre los esfuerzos presupuestarios que deben realizarse para alcanzar los OMP. En este contexto, en este recuadro se analiza la eficacia del OMP como ancla de las políticas fiscales con arreglo al componente preventivo del PEC.

El objetivo presupuestario a medio plazo es la piedra angular del componente preventivo del PEC. El OMP se introdujo con la reforma del PEC en 2005 y refleja el objetivo presupuestario de los Gobiernos en el medio plazo. Se define en términos estructurales, esto es, corregido por el impacto del ciclo económico y de medidas transitorias². Los OMP deben actualizarse periódicamente, cada tres años, para tener en cuenta las estimaciones más recientes de los costes económicos y presupuestarios del envejecimiento, que se publican en el «Informe sobre envejecimiento»³ trienal. El componente preventivo del PEC exige que, cada año, los países realicen los avances adecuados hacia la consecución de su OMP y que, cuando lo hayan conseguido, mantengan ese saldo presupuestario estructural. En concreto, el PEC contempla un ajuste estructural de referencia del 0,5 % del PIB para lograr el OMP, con más ajustes en épocas de bonanza económica y menos en los malos tiempos. Al mismo tiempo, la normativa sobre el componente preventivo permite que los países se desvíen transitoriamente del OMP, o de la senda de ajuste adoptada para alcanzarlo, a fin de tener en cuenta la aplicación de reformas estructurales de envergadura que tienen efectos presupuestarios directos positivos a largo plazo, siempre que el país retorne a su OMP en el horizonte del programa de estabilidad.

Los resultados en la consecución de los OMP son insatisfactorios. Aunque los OMP forman parte del marco fiscal de la UE desde hace diez años, la mayoría de los países no los han alcanzado nunca durante este período. Además, los países de la zona del euro habitualmente han pospuesto el plazo de consecución, haciendo de los OMP unos «objetivos móviles», en lugar de anclas para la planificación

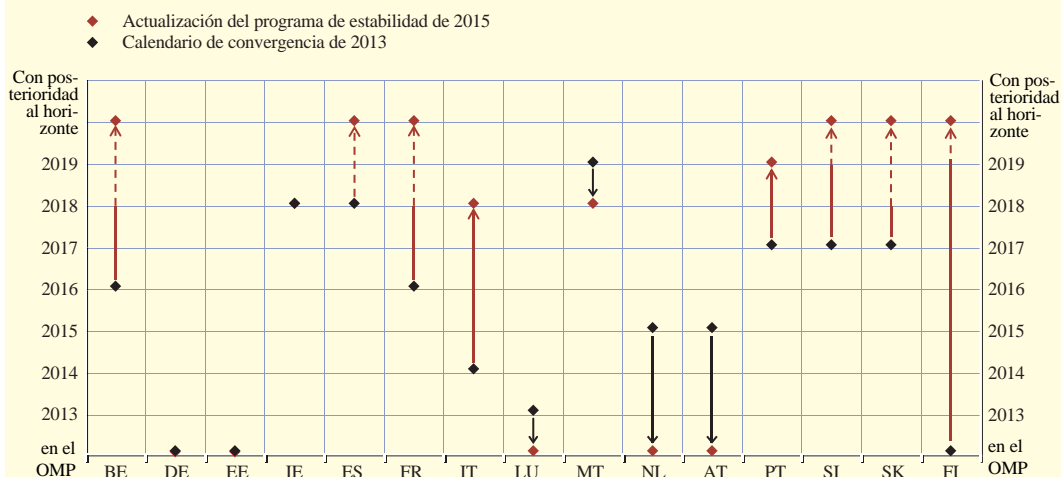
1 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Flexibility under the Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, Número 1, BCE, febrero de 2015.

2 Los Estados miembros fijan los OMP en función de las circunstancias específicas nacionales. Deben respetar unos valores mínimos y se han diseñado con tres objetivos: i) que los Estados miembros mantengan un margen de seguridad que evite que, durante las fases de desaceleración cíclica, incumplan el valor de referencia del 3 % fijado para el déficit en el Tratado de Maastricht; ii) que la deuda de los Estados miembros sea sostenible, tomando en consideración el impacto económico y presupuestario del envejecimiento de la población; y iii) que los Estados miembros dispongan de un margen de maniobra presupuestario, en particular en lo que respecta al mantenimiento de la inversión pública.

3 Véase también el recuadro 7 de este Boletín Económico, titulado «El Informe sobre Envejecimiento 2015 — ¿cuál será el coste del envejecimiento en Europa?».

Año de consecución del OMP según las recomendaciones del calendario de convergencia de 2013 y previsto en los programas de estabilidad de 2015

(recalculado por la Comisión)



Fuentes: Actualizaciones del programa de estabilidad de 2015, documentos de trabajo de la Comisión.

Notas: El gráfico compara los plazos fijados en 2013 en los calendarios de convergencia para alcanzar los OMP con el año de consecución indicado en las actualizaciones del programa de estabilidad de 2015. Los años de consecución de los OMP se basan en los saldos estructurales que figuran en los programas de estabilidad, recalculados por la Comisión utilizando la metodología común acordada y teniendo en cuenta el margen de cumplimiento del 0,25 %. En consecuencia, el año de consecución del OMP previsto en un programa de estabilidad puede ser distinto del año en que se espera que se alcance con arreglo a los cálculos de la Comisión. Por ejemplo, Portugal tiene previsto alcanzar el OMP en 2016, Italia y Eslovaquia en 2017, Francia en 2018 y España en 2019. En cuanto a los OMP que está previsto lograr «con posterioridad al horizonte», no se dispone de saldos estructurales recalculados. «Con posterioridad al horizonte» se refiere a un plazo posterior al último año incluido en el programa de estabilidad de 2015, que es el año 2018 para Bélgica, España, Francia y Eslovaquia, y 2019 para Finlandia. Por lo tanto, la línea punteada indica el período posterior al horizonte del programa. En el caso de Irlanda, el plazo no se ha modificado.

presupuestaria. En consecuencia, cuando se inició la crisis financiera, la zona del euro registraba un déficit estructural considerable⁴ que limitó el margen de maniobra para aplicar políticas contracíclicas e impidió el libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos.

Los insatisfactorios resultados obtenidos en el cumplimiento de los OMP iban a ser abordados como parte de una reforma significativa del marco de gobernanza fiscal de la UE. Dado que las exigencias de cumplimiento de los esfuerzos de ajuste estructural establecidas en el componente preventivo del PEC fueron insuficientes, las reformas introducidas en la legislación que conforma el denominado «*six-pack*» reforzaron aún más el citado componente definiendo el concepto de «desviación significativa» de la senda de ajuste hacia la consecución de un OMP, que llegado el caso puede conducir a la imposición de sanciones económicas a un país. En 2012, el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TECG) estableció unos OMP más ambiciosos: los países signatarios de la zona del euro se comprometían a lograr objetivos presupuestarios a medio plazo de al menos el 0,5 % del PIB (en comparación con objetivos de al menos el -1 % del PIB anteriormente), salvo que su nivel de deuda sea sustancialmente inferior al 60 % del PIB y los riesgos para la sostenibilidad a largo plazo sean reducidos. Además, en 2013, la Comisión

4 El saldo estructural también se determina a través de la brecha de producción, no observable, que suele estar sujeta a considerables revisiones a lo largo del tiempo. Se estima que la brecha de producción ha mostrado un sesgo negativo en tiempo real de alrededor del 1 % del PIB en el período 2003-2013, lo que también supone una sobreestimación del saldo estructural en tiempo real. Véase también C. Kamps, N. Leiner-Killinger, D. Sondermann, R. De Stefani, y R. Rüffer, «The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework», *Occasional Paper Series*, n.º 157, BCE, Fráncfort del Meno, noviembre de 2014.

5 Cinco reglamentos y una directiva sobre la vigilancia presupuestaria y macroeconómica de la UE.

presentó los «calendarios de convergencia», esto es, plazos específicos nacionales para la consecución de los OMP en un año determinado, como parte del seguimiento de lo dispuesto en el TCEG⁶. Se esperaba que el mecanismo de corrección establecido en el Tratado, que debería activarse automáticamente en el país en cuestión en caso de producirse una «desviación significativa» del OMP o de la senda de ajuste hacia su consecución, asegurara una convergencia rápida de los países hacia la consecución de sus OMP respectivos.

Sin embargo, la evidencia disponible sugiere que el cumplimiento de los OMP no ha mejorado de forma significativa en los últimos años (véase gráfico). Se ha de mencionar que, para un elevado número de países, los plazos para la consecución de los OMP fijados en los programas de estabilidad de 2015 se han ampliado con respecto a los establecidos en los calendarios de convergencia de 2013. La Comunicación sobre flexibilidad del PEC publicada a principios de este año por la Comisión puede hacer que los progresos de los países hacia la consecución de los OMP⁷ se ralenticen. La comunicación aclaró la flexibilidad del Pacto, aunque también la amplió, en lo que respecta a la aplicación de las normas en tres importantes áreas: i) condiciones cíclicas, ii) reformas estructurales, y iii) inversión pública. Cuando los países pueden acogerse a la cláusula de las reformas estructurales y la inversión, se les permite desviarse de la senda de ajuste hacia la consecución de los OMP⁸. Por ejemplo, en sus actualizaciones de los programas de estabilidad de 2015, Letonia e Italia solicitaron que se tomara en consideración la cláusula de las reformas estructurales para 2016⁹. A Letonia no se le permitió desviarse del objetivo aplicando esta cláusula porque carecía de un margen de seguridad suficiente para situar el déficit en el valor de referencia, el 3%. En el caso de Italia, la Comisión Europea le permitió desviarse temporalmente un 0,4% del PIB del ajuste exigido para alcanzar el OMP en 2016, después de no exigir ningún ajuste en 2014 y de una reducción de la exigencia de ajuste en 2015 basándose en los cambios en la consideración de las condiciones cíclicas por parte de la Comisión en la primavera de 2014 y enero de 2015, respectivamente. Lituania solicitó acogerse a la cláusula a la reforma de las pensiones, pero su aplicación dependerá de la confirmación por parte de Eurostat del carácter sistémico de la reforma. Es posible que otros países, como Eslovaquia, se beneficien de la cláusula de las condiciones cíclicas, ya que sus exigencias de ajuste se han reducido.

Si la flexibilidad del PEC se utiliza en exceso, podría provocar nuevas desviaciones considerables y duraderas de la senda de ajuste hacia la consecución de los OMP, lo que podría aumentar los riesgos para la sostenibilidad de la deuda. Por consiguiente, es fundamental evitar el «síndrome del objetivo móvil» del que adolecía el componente preventivo del PEC antes de la crisis. Si los países de la zona del euro no consiguen recomponer los colchones fiscales en un plazo oportuno, no estarán adecuadamente preparados para resistir perturbaciones económicas adversas, que es precisamente cuando más se necesita la estabilización presupuestaria. El actual entorno de fortalecimiento de la recuperación económica y de condiciones financieras favorables debería utilizarse para acelerar los avances hacia la consecución de los OMP. Esto aumentaría la capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro.

6 Los plazos para alcanzar los OMP se fijaron a partir de los planes presupuestarios a medio plazo presentados en las actualizaciones de los programas de estabilidad y convergencia de 2013 y con arreglo al PEC. Véase Comisión Europea, «Report on public finances in EMU 2013», Part 1, Annex 1, *European Economy*», Número 4, Comisión Europea, Bruselas, 2013.

7 El 13 de enero de 2015, la Comisión Europea publicó una Comunicación titulada «Aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», véase http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/2015-01-13_communication_sgp_flexibility_guidelines_es.pdf

8 Para más información, véase el recuadro titulado «Flexibility under the Stability and Growth Pact», op. cit.

9 En su actualización del programa de convergencia de 2015, Rumanía solicitó que se considerara la aplicación de la cláusula de reformas estructurales, pero la solicitud todavía no se ha aceptado por la falta de información suficientemente detallada.



I EL PAPEL DEL BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES EN LA POLÍTICA MONETARIA

En este artículo se analiza el uso del balance de los bancos centrales como instrumento de política monetaria, prestando especial atención a la experiencia del BCE, pero describiendo también la de otras autoridades monetarias. Desde que comenzó la crisis financiera en 2007-2008, los bancos centrales han utilizado sus balances para llevar a cabo diversas intervenciones, modificando su tamaño y su composición en distinta medida. Algunas de estas intervenciones han consistido en operaciones para proporcionar «financiación asegurada» a las entidades de contrapartida, medidas de relajación crediticia para facilitar o mejorar la transmisión de la orientación de la política monetaria en un contexto de deterioro de los mercados, y compras de valores a gran escala para incrementar el grado de acomodación de la política monetaria en momentos en los que los tipos de interés nominales a corto plazo se encuentran en su límite inferior efectivo.

Para cumplir con su mandato de mantener la estabilidad de precios, el BCE ha implementado todas estas medidas, incluidas las adquisiciones de valores del sector público a gran escala mediante la introducción del programa ampliado de compra de activos a principios de este año. De esta forma, el uso del balance del Eurosistema ha pasado de un enfoque relativamente pasivo, en el que la provisión de liquidez se determina en función de las necesidades de las entidades de contrapartida del Eurosistema, a una gestión más activa del tamaño y de la composición de los activos del balance con el fin de garantizar un grado adecuado de acomodación monetaria.

INTRODUCCIÓN

Los programas de compras de activos del BCE han supuesto un uso más activo del balance del Eurosistema tendente a cumplir el mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios. En septiembre y en noviembre de 2014, el BCE empezó a realizar adquisiciones de bonos garantizados y de bonos de titulización de activos (ABS), respectivamente. En enero de 2015 decidió ampliar los programas de compras de activos para incluir adquisiciones en mercados secundarios de valores emitidos por el sector público en la zona del euro. Estas compras constituyen otro ejemplo de la utilización del cambio de tamaño y de composición del balance del Eurosistema como instrumento para cumplir el mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios.

Durante la crisis, los bancos centrales de todo el mundo fueron más allá de sus marcos de actuación tradicionales para utilizar sus balances como instrumento de política monetaria. Las autoridades monetarias han utilizado sus balances cuando la escasez de liquidez y el deterioro de los mercados, consecuencia de las elevadas primas de liquidez y de riesgo de crédito, han dificultado la transmisión de la orientación de la política monetaria pretendida, y también cuando ha sido necesaria una relajación adicional de la orientación en momentos en los que los tipos de interés nominales a corto plazo se encontraban en su límite inferior efectivo. La calibración explícita y activa del tamaño y de la composición del balance del banco central como instrumento de política monetaria ha sido una novedad en muchos aspectos, ya que dentro de los actuales marcos de actuación de los bancos centrales —pese a todas las diferencias en las estructuras económicas y financieras y en las tradiciones en materia de banca central en las distintas jurisdicciones—, las autoridades monetarias tratan de cumplir sus mandatos principalmente mediante la fijación de un objetivo operativo para el tipo de interés a corto plazo. En estos marcos, el balance del banco central desempeña un papel secundario.

En este artículo se analiza el papel del balance de los bancos centrales como instrumento de política monetaria¹, prestando especial atención a las políticas del BCE. En la sección 2 se ofrece una visión general de las distintas formas que tienen las autoridades monetarias de utilizar sus balances. La sección 3 se centra en la experiencia de la zona del euro, con un recuadro en el que se describe la evolución reciente del balance del Eurosistema. En la sección 4 se exponen las conclusiones.

CONCLUSIONES

En los últimos años, el balance de los bancos centrales —su tamaño y su composición— ha surgido como un instrumento de política monetaria flexible. Desde el comienzo de la crisis financiera mundial, las autoridades monetarias han ido cada vez más allá de sus procedimientos de actuación tradicionales para hacer un uso más intensivo del balance del banco central como instrumento de política monetaria. En muchas jurisdicciones, la utilización del balance del banco central a lo largo del tiempo ha marcado la transición de una provisión de liquidez a la carta reactiva, o pasiva, con un margen limitado para influir en la situación financiera general, a una actuación activa o controlada, en un intento de influir en dicha situación. Por tanto, además del papel tradicional que desempeñan las autoridades monetarias como proveedor último de financiación asegurada en respuesta a tensiones financieras, el balance del banco central también se ha utilizado para hacer frente a los fallos en la transmisión de la política monetaria, así como para incrementar el grado de acomodación de la política monetaria cuando los tipos de interés nominales a corto plazo se encuentran en su límite inferior efectivo. En resumen, el balance del banco central ha demostrado ser una herramienta flexible para abordar distintas necesidades en materia de política monetaria.

No obstante, teniendo en cuenta que el balance de los bancos centrales es un instrumento de política monetaria muy flexible, cabe realizar una observación importante: una unidad de liquidez puede tener efectos muy diferentes en una determinada jurisdicción a lo largo del tiempo, y en distintas jurisdicciones en un mismo momento. En una economía dada, la autoridad monetaria puede utilizar el balance para conseguir diversos efectos a lo largo del tiempo, dependiendo de las circunstancias, como ciertamente ha sido el caso en los últimos años. Además, las diferentes estructuras económicas y financieras, así como los distintos procedimientos de actuación, requerirán distintos tipos de intervención en las diferentes economías en términos de tamaño y composición del balance. Estas consideraciones previenen contra la realización de comparaciones excesivamente simplistas de los balances de los bancos centrales.

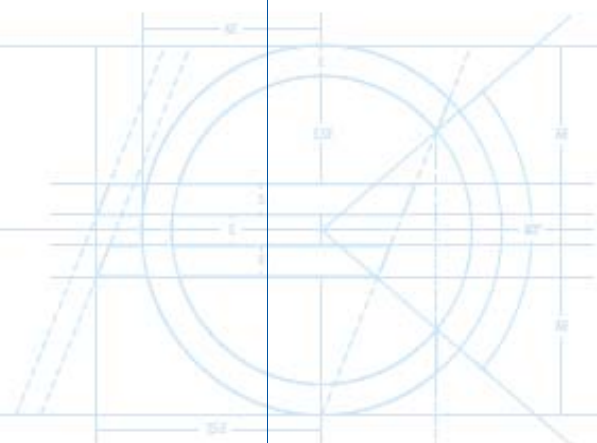
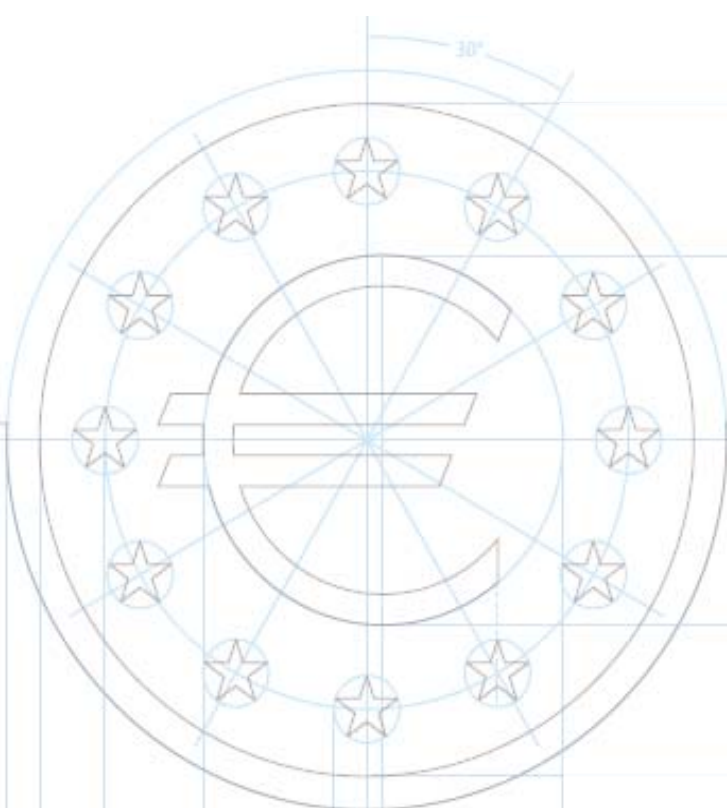
En los últimos años, el BCE ha utilizado ampliamente el balance del Eurosistema para cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios. El uso del balance del Eurosistema ha seguido una trayectoria similar a la observada en otras jurisdicciones. La mayor provisión de liquidez en las etapas iniciales de la crisis financiera (mediante un incremento de la adjudicación en las operaciones de financiación) fue seguida de la financiación a plazo y de la financiación asegurada (con las operaciones de financiación a plazo más largo llevadas a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena) que, a su vez, fueron seguidas de medidas para reforzar la transmisión (el SMP, las TLTRO, el CBPP1 y el CBPP2). El BCE ha introducido recientemente un nuevo programa de adquisición de bonos garantizados y nuevos programas de compra de bonos de titulación de activos y

1 El balance de un banco central es un estado financiero en el que se registran los activos y pasivos resultantes de los instrumentos de política monetaria y de factores autónomos (por ejemplo, depósitos de las Administraciones Públicas y billetes). Los instrumentos de política monetaria son los contratos financieros que formaliza un banco central para conseguir sus objetivos. Los diferentes tipos de contrato financiero (por distintos importes nominales), más que el balance del banco central en sí mismo, son los que tienen implicaciones sobre los precios de los mercados financieros y la economía. No obstante, en este artículo se sigue la práctica establecida y se hace referencia al balance de los bancos centrales como instrumento de política monetaria.

de valores del sector público. Estos programas han sido diseñados para reforzar la transmisión a la economía real y proporcionan una amplia relajación adicional de la orientación de la política monetaria con unos tipos de interés nominales a corto plazo que se encuentran en su límite inferior efectivo.

Las compras simples de activos muestran la determinación del BCE de lograr su objetivo principal, mejorando los efectos de señalización y generando efectos de reajuste de carteras que se extienden a todos los activos. Esto debería contribuir a mejorar la financiación y el crecimiento económico y, en última instancia, a conseguir un ajuste sostenido de la trayectoria de inflación que sea compatible con el objetivo de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic [aquí](#).



2 LA SUPERVISIÓN QUE EJERCE EL FMI SOBRE LA ZONA DEL EURO Y LOS PAÍSES QUE LA INTEGRAN

La supervisión que ejerce el FMI comprende el seguimiento de las políticas económicas y financieras de sus países miembros y de la economía mundial, así como la identificación de los posibles riesgos para la estabilidad y la prestación de asesoramiento sobre los necesarios ajustes de las políticas. En los últimos años, el FMI ha mejorado notablemente su supervisión en general, incluida la que ejerce sobre la zona del euro y los países que la integran. Ha respondido a las deficiencias puestas de manifiesto por la crisis en los mercados financieros mundiales y en algunos países de la zona del euro con varias iniciativas nuevas y con la mejora de las prácticas en ámbitos clave. Estos cambios son el resultado de unos ejercicios de reflexión crítica por parte del FMI, de los cuales la revisión de la supervisión realizada en 2011 fue posiblemente el más fundamental. Al mismo tiempo, sigue habiendo margen de maniobra para continuar mejorando la supervisión que ejerce la institución e introducir cambios adicionales para hacerla más eficaz y ajustarla mejor a las circunstancias de las economías pertinentes, sobre todo en vista de los recientes y significativos ajustes del marco de las políticas en el seno de la propia UE /zona del euro.

El objetivo del presente artículo es analizar la supervisión que ejerce el FMI sobre la zona del euro y los países que la integran tras los últimos cambios. Se considera asimismo la interacción entre los marcos de supervisión de la UE y del FMI en relación con la zona del euro. Dado que el artículo se centra en las actividades ordinarias de supervisión del FMI, no se examina la supervisión en el contexto de los programas de préstamo.

INTRODUCCIÓN

El FMI ha adoptado una serie de medidas en los últimos años a fin de reforzar el marco de su supervisión así como sus instrumentos. Los exámenes trienales de la supervisión (ETS) que realiza la institución han sido cruciales en este proceso. El ETS de 2011, por ser el primero de esos exámenes exhaustivos tras el inicio de la crisis financiera global, fue particularmente importante. En él se identificaron las principales prioridades que, desde entonces, los funcionarios del FMI han tratado de llevar a la práctica. Dichas prioridades afectan a los aspectos siguientes: i) la interdependencia entre los países; ii) la evaluación de riesgos; iii) la estabilidad financiera; iv) la estabilidad externa, y v) el grado de influencia de la supervisión. Además, en 2012 se actualizó la base jurídica de la supervisión con la adopción de la Decisión sobre la Supervisión Integrada (DSI), que permite al FMI evaluar todas las políticas relevantes para la estabilidad externa e interna de un país miembro y tener en cuenta los efectos de desbordamiento (los efectos derivados hacia dentro y hacia fuera) y las interacciones de las políticas entre unos países y otros. La adopción de una Estrategia de Supervisión Financiera fue también un paso importante para mejorar la identificación de los riesgos y el análisis de las políticas en el sector financiero y promover una visión integrada de los riesgos del sector financiero en productos e instrumentos.

En 2014 el FMI realizó su ETS más reciente, que se estructuró en torno a tres aspectos: i) integración y profundización de los análisis de riesgos y efectos de desbordamiento; ii) asesoramiento en materia de políticas más personalizado y experto, y iii) logro de un mayor impacto. Por lo que respecta al primer aspecto, el examen puso de manifiesto que todavía existe un amplio margen de maniobra para explorar las sinergias entre la supervisión bilateral y la multilateral. Además, los técnicos

del FMI consideraron necesario profundizar en la comprensión de cómo se distribuye el riesgo entre los países y como se propagan los efectos de desbordamiento entre los sectores. En cuanto al segundo aspecto, se llamó la atención sobre la importancia de adaptar el asesoramiento a las circunstancias de cada país. Asimismo, para potenciar el asesoramiento en materia de políticas, el personal técnico del FMI consideró que valía la pena seguir apoyándose en la forma en que el FMI entiende la política macroprudencial y hacer hincapié en las implicaciones de las reformas estructurales críticas desde el punto de vista macro, en consonancia con su mandato. En relación con el tercer aspecto, los técnicos del FMI subrayaron la necesidad de una comunicación más franca y focalizada en el cliente.

Basándose en un informe reciente del Grupo de Trabajo sobre cuestiones relacionadas con el FMI del Comité de Relaciones Internacionales del Sistema Europeo de Bancos Centrales, se analiza en este artículo cómo ha variado la supervisión que ejerce el FMI sobre la zona del euro y los países que la integran desde la elaboración del decisivo ETS de 2011. En la sección 2 se describe el marco de supervisión del FMI para la zona del euro y los países que la integran y se analiza su interacción con el propio marco de supervisión de la UE/zona del euro, que también se ha reformado sustancialmente en el pasado reciente. En la sección 3 se examinan los resultados de la supervisión del FMI sobre la zona del euro y sus países miembros después de la crisis en relación con los aspectos prioritarios antes mencionados. Se estudian también las implicaciones de la unión bancaria europea para la supervisión que ejerce el FMI. En la sección 4 se consideran los aspectos específicos de la supervisión del FMI en relación con el marco de las políticas de la UEM y, en la sección 5, se presentan las conclusiones.

CONCLUSIONES

El FMI ha mejorado significativamente la supervisión que ejerce sobre la zona del euro y los países que la integran en consonancia con las sugerencias del decisivo examen trienal de la supervisión de 2011. En general, los mensajes se han tornado más coherentes y focalizados en los distintos productos de supervisión. En el caso de los países de la zona del euro, ahora existe una mayor integración entre la supervisión a nivel bilateral y de la zona en su conjunto, mientras que los análisis a ambos niveles se basan en ejercicios multilaterales como los *External Sector Reports* (informes sobre el sector exterior) y los *Spillover Reports* (informes sobre los efectos de desbordamiento). En lo que respecta a todos los países de la zona del euro, existe una mejor integración entre los informes del Artículo IV y los Programas de Evaluación del Sector Financiero (PESF) nacionales. Además, en los informes sobre las consultas del Artículo IV de casi todos los países de la zona del euro se utilizan ahora matrices de evaluación de riesgos en los que aparecen los riesgos, los canales de transmisión y las opciones en materia de políticas. El seguimiento de las recomendaciones formuladas con anterioridad en el marco del asesoramiento ha mejorado gracias a la inclusión, desde 2012, de recuadros específicos en la mayor parte de los informes del Artículo IV. Finalmente, el FMI también se ha mostrado muy activo formulando sugerencias sobre la arquitectura institucional de la UEM, propugnando una mayor integración financiera y fiscal en cada uno de los informes recientes sobre la zona del euro y asesorando respecto a la creación de una unión bancaria europea. No obstante, sigue habiendo margen de mejora para la supervisión de la zona del euro y de cada uno de los países que la integran. Todavía falta un poco para implementar en su integridad las recomendaciones del ETS de 2011 para que la supervisión que ejerce el FMI resulte más eficaz y ajustada a las circunstancias específicas de las economías pertinentes, sobre todo en vista de los recientes y significativos ajustes del marco de la supervisión en el seno de la propia UE /zona del euro.

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

3 LA PREVISIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

Las previsiones del precio del petróleo son un elemento fundamental de las proyecciones macroeconómicas, especialmente debido al impacto que tienen estos precios en la inflación y en el producto y, por tanto, en la política monetaria. La utilización de futuros para elaborar previsiones de los precios del crudo proporciona una herramienta de predicción simple y transparente que es fácil de comunicar. No obstante, los futuros son un reflejo imperfecto de las expectativas de los mercados y han contribuido a que en el pasado se hayan cometido importantes errores de predicción de la inflación medida por el IAPC. En este artículo se presenta un enfoque para comparar los riesgos asociados a las previsiones basadas en futuros con una combinación de modelos que produce menos errores de predicción y es más robusta ante cambios en la evolución de los precios del petróleo.

INTRODUCCIÓN

La evolución futura de los precios del petróleo tiende a ser un destacado factor condicionante de las proyecciones macroeconómicas sobre el producto y la inflación. Por lo que respecta a la inflación, la trayectoria de los precios del petróleo determina tanto el impacto directo a través de los precios de los productos energéticos que los hogares consumen directamente, como los combustibles para transporte, como el efecto indirecto vía los costes de producción de los bienes y servicios finales. Históricamente, gran parte de la variabilidad de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha tenido su origen en cambios en el componente energético. En cuanto al producto, el impacto de la evolución de los precios del petróleo procede fundamentalmente de las variaciones asociadas de la renta real disponible de los hogares y las empresas y de sus repercusiones en el gasto en consumo e inversión.

La evolución reciente de los precios del petróleo ha puesto de manifiesto la dificultad de pronosticar dicha evolución. Aunque los precios del petróleo se mantuvieron prácticamente estables entre 2011 y mediados de 2014, cayeron más del 50 % entre finales de junio de 2014 y mediados de enero de 2015, debido al exceso de oferta en el mercado de crudo, en un contexto de acusados aumentos de la producción de petróleo de fuentes no convencionales (*shale oil*) en América del Norte y de lento crecimiento de la demanda de crudo. Desde entonces, los precios del petróleo se han incrementado alrededor del 40 %, principalmente como consecuencia de la aparición de algunas señales de una posible reducción de la oferta de petróleo de Estados Unidos y de expectativas de aumento de la demanda de crudo. Con todo, las perspectivas a corto plazo siguen estando sujetas a una incertidumbre considerable.

La precisión o la existencia de sesgos en los resultados de las proyecciones depende fundamentalmente de la capacidad para anticipar la trayectoria futura de los precios del petróleo. En las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE, como en las de muchos otros bancos centrales y organizaciones internacionales, los precios en los mercados de futuros sobre el petróleo se utilizan como supuestos técnicos para reflejar las expectativas de evolución futura de los precios del crudo. Sin embargo, se han cometido graves errores de predicción de estos precios empleando estos supuestos basados en futuros. Las revisiones de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE han puesto en evidencia que el sesgo en las proyecciones relativas al IAPC en el período transcurrido desde 1999 habría disminuido de manera significativa si las variaciones de los precios del petróleo se hubiesen anticipado mejor. De hecho, gran parte de la infravaloración de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en el citado período fue atribuible a esta fuente.

En este contexto, se analizan a continuación las dificultades generales asociadas a las previsiones de los precios del petróleo (sección 2), se consideran con más detalle las capacidades predictivas de los futuros sobre el petróleo (sección 3), se proporciona una descripción de métodos de predicción alternativos (sección 4), y se presenta un nuevo método de combinación de previsiones para los precios del Brent (sección 5).

CONCLUSIONES

Como los precios del petróleo han evolucionado de forma muy diferente en el tiempo, la elaboración de previsiones precisas de los precios del petróleo empleando un método de predicción específico es una tarea compleja. Los futuros sobre el petróleo, que utilizan muchas instituciones de política económica, entre ellas el BCE, para realizar previsiones de precios del crudo, tienen la ventaja de ser una herramienta de predicción simple y transparente. Sin embargo, en contraposición a la opinión general, los futuros solo son un reflejo imperfecto de las expectativas de los mercados, y el habitual perfil plano y descendente de su curva da lugar a importantes errores de predicción en períodos de volatilidad o de aumento sostenido de los precios del petróleo. Esto, a su vez, puede generar graves errores de predicción de la inflación.

Los modelos de predicción que incluyen datos de variables económicas fundamentales suelen pronosticar los precios del petróleo con más precisión que procedimientos sencillos, aunque su funcionamiento tiende a ser muy inestable en el tiempo. Dado que las variaciones de los precios del petróleo pueden deberse en gran medida a cambios en las variables fundamentales del petróleo y en la actividad económica mundial, se ha puesto en evidencia que la inclusión de información sobre estas variables puede mejorar las previsiones de precios del petróleo en épocas en las que los futuros no funcionan adecuadamente. Sin embargo, un problema que se plantea en casi todos los métodos de predicción es que solo consiguen capturar un comportamiento concreto de los precios del petróleo en horizontes temporales determinados. Por ello, su precisión podría ser muy inestable en el tiempo y en los distintos horizontes de proyección.

Mediante la agrupación de proyecciones individuales con diferentes capacidades de predicción, una combinación de previsiones puede mejorar su precisión en comparación con un método de predicción determinado y al mismo tiempo generar una proyección con un comportamiento más estable en el tiempo. Este artículo muestra que la combinación de cuatro modelos desarrollada recientemente por el BCE mejora la precisión de las previsiones de precios del petróleo en comparación con las basadas en futuros y en otras proyecciones individuales, y parece proteger mejor frente a la posibilidad de que se cometan errores de predicción importantes, en promedio, en caso de variación en la dinámica de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, la utilización de los precios de los futuros como referencia tiene la ventaja de proporcionar una herramienta de predicción simple y transparente que es fácil de comunicar al público.

Por consiguiente, la comparación de las previsiones basadas en los precios de los futuros con las proyecciones obtenidas de esta combinación de cuatro modelos es útil para valorar los riesgos en torno al valor de referencia basado en los precios de los futuros sobre el petróleo en el contexto de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE.

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	-0,8	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	-0,4	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,8	-0,1	7,4	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 II	0,8	1,1	0,8	-1,8	2,0	0,1	2,1	1,9	2,1	1,7	3,6	2,2	0,6
III	0,9	1,2	0,6	-0,5	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,3	2,0	0,4
IV	0,8	0,5	0,6	0,3	1,5	0,3	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2015 I	.	-0,2	0,3	0,6	1,3	0,4	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
2014 Dic	-	-	-	-	-	-	1,1	1,8	0,8	0,5	2,4	1,5	-0,2
2015 Ene	-	-	-	-	-	-	0,5	1,8	-0,1	0,3	2,4	0,8	-0,6
Feb	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,0	0,0	2,2	1,4	-0,3
Mar	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	-0,1	0,0	2,3	1,4	-0,1
Abr	-	-	-	-	-	-	0,4	1,6	-0,2	-0,1	0,6	1,5	0,0
May 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	2,5	4,8
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,5	-0,2	5,6
2014	54,3	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	3,8	3,4	4,0
2014 II	54,3	58,3	58,6	48,5	50,7	53,4	53,2	54,7	51,1	-0,3	1,0	-1,0
III	55,7	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,2	52,0	2,8	1,3	3,6
IV	53,4	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,8	53,6	50,8	1,6	1,8	1,5
2015 I	54,0	56,9	57,4	50,4	51,5	53,3	53,3	54,3	50,7	-2,3	1,5	-4,3
2014 Dic	52,6	53,5	55,3	51,9	51,4	51,4	52,3	52,7	51,2	1,6	1,8	1,5
2015 Ene	53,1	54,4	56,7	51,7	51,0	52,6	53,1	53,1	51,0	-0,2	2,0	-1,3
Feb	54,0	57,2	56,6	50,0	51,8	53,3	53,4	54,2	50,7	-1,2	2,2	-3,0
Mar	55,0	59,2	58,9	49,4	51,8	54,0	53,3	55,5	50,2	-2,3	1,5	-4,3
Abr	54,2	57,0	58,4	50,7	51,3	53,9	51,4	55,1	49,5	.	.	.
May	.	56,1	55,8	51,6	51,2	53,6	51,5	.	49,0	.	.	.

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 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
2015 I	-0,05	0,00	0,05	0,12	0,25	0,26	0,10
2014 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
Mar	-0,05	-0,01	0,03	0,10	0,21	0,27	0,10
Abr	-0,07	-0,03	0,00	0,07	0,18	0,28	0,10
May	-0,11	-0,05	-0,01	0,06	0,17	0,28	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 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
2015 I	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
2014 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
Mar	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
Abr	-0,28	-0,26	-0,21	0,03	0,42	0,68	1,81	1,39	-0,22	-0,08	0,46	1,05
May	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46

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	13	14
	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 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
2015 I	351,8	3.442,0	730,7	253,9	619,6	304,1	186,1	496,1	362,5	286,1	370,1	773,4	2.063,8	18.226,2
2014 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
Mar	373,9	3.655,3	787,2	268,9	666,9	313,5	198,9	524,1	386,2	292,9	389,2	824,6	2.080,4	19.197,6
Abr	383,3	3.733,8	798,2	275,7	678,6	331,0	204,9	535,7	394,2	299,5	395,0	861,4	2.094,9	19.767,9
May	373,4	3.617,9	765,0	268,9	662,1	326,5	199,3	522,4	389,5	294,0	389,2	827,6	2.111,9	19.974,2

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	Saldo 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 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	1,58	7,08	17,02	5,06	6,14	6,45	2,73	2,42	2,52	2,53	2,69	2,77	2,50
2015 Enc	0,21	0,84	1,01	1,95	7,11	17,07	5,28	6,30	6,63	2,79	2,31	2,54	2,43	2,42	2,70	2,40
Feb	0,20	0,82	0,98	1,53	7,07	17,00	5,21	6,23	6,63	2,79	2,07	2,47	2,33	2,50	2,54	2,38
Mar ⁴⁾	0,18	0,80	0,90	1,38	7,08	17,00	5,15	6,03	6,39	2,73	2,10	2,45	2,28	2,42	2,52	2,30

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 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	1,29	3,44	3,68	3,74	3,27	2,35	2,78	2,47	1,74	2,18	2,09	2,43
2015 Enc	0,23	0,44	1,28	3,43	3,77	3,84	2,98	2,32	2,82	2,04	1,66	2,04	2,14	2,43
Feb	0,22	0,35	1,09	3,37	3,55	3,71	3,12	2,24	2,70	2,37	1,52	1,99	2,13	2,34
Mar ⁴⁾	0,21	0,33	1,14	3,33	3,45	3,65	3,12	2,16	2,69	2,31	1,62	2,10	1,99	2,34

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	1.417	573	146	.	75	558	65	702	490	37	.	52	103	21
2013	1.238	468	122	.	67	529	53	507	314	30	.	44	99	21
2014	1.247	481	119	.	58	538	50	401	211	34	.	39	93	25
2014 Oct	1.307	495	135	.	73	564	41	331	139	29	.	37	102	25
Nov	1.295	488	136	.	69	557	45	292	127	30	.	28	87	20
Dic	1.247	481	119	.	58	538	50	319	168	24	.	27	66	34
2015 Enc	1.310	523	125	.	66	543	54	358	167	28	.	33	94	36
Feb	1.324	532	133	.	70	534	56	336	146	37	.	30	83	39
Mar	1.348	535	134	.	71	543	66	358	147	45	.	35	89	42
A largo plazo														
2012	15.233	4.823	3.184	.	842	5.758	626	256	99	45	.	16	84	12
2013	15.152	4.414	3.120	.	921	6.069	627	223	71	39	.	16	89	9
2014	15.179	4.046	3.209	.	995	6.286	643	219	65	43	.	16	85	10
2014 Oct	15.159	4.075	3.184	.	983	6.268	650	210	45	40	.	15	102	8
Nov	15.198	4.059	3.188	.	988	6.314	649	201	61	46	.	14	73	6
Dic	15.179	4.046	3.209	.	995	6.286	643	131	42	38	.	11	29	10
2015 Enc	15.282	4.064	3.255	.	1.004	6.316	642	261	80	48	.	8	113	13
Feb	15.324	4.041	3.263	.	1.018	6.356	646	207	64	21	.	18	86	17
Mar	15.422	4.030	3.315	.	1.033	6.399	644	285	84	62	.	17	112	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 Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Adminis- traciones Públicas					
							FVC ¹⁾				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldo vivo											
2012	16.649,8	5.396,3	3.330,1	,	916,8	6.316,1	690,4	4.597,1	404,7	617,9	3.574,6
2013	16.389,7	4.882,2	3.242,3	,	987,6	6.597,8	679,8	5.638,0	569,1	751,0	4.317,9
2014	16.425,7	4.527,0	3.328,3	,	1.053,7	6.823,7	693,0	5.949,0	591,0	787,8	4.570,2
2014 Oct	16.466,0	4.569,6	3.318,8	,	1.055,9	6.831,2	690,5	5.764,8	611,6	764,4	4.388,8
Nov	16.493,4	4.546,9	3.323,8	,	1.057,7	6.871,3	693,8	6.042,0	628,4	798,0	4.615,7
Dic	16.425,7	4.527,0	3.328,3	,	1.053,7	6.823,7	693,0	5.949,0	591,0	787,8	4.570,2
2015 Ene	16.591,8	4.586,3	3.380,3	,	1.070,5	6.859,1	695,5	6.422,8	573,0	836,0	5.013,9
Feb	16.647,9	4.573,1	3.395,6	,	1.087,3	6.890,5	701,4	6.855,5	650,5	899,6	5.305,4
Mar	16.770,1	4.564,6	3.449,7	,	1.104,1	6.941,5	710,1	7.055,7	688,9	933,3	5.433,5
Tasa de crecimiento											
2012	1,3	-1,8	0,1	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,3	-8,9	-2,9	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,7	-8,2	0,6	.	5,1	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2014 Oct	-0,7	-8,2	0,4	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
Nov	-1,0	-8,5	0,1	.	4,6	2,9	1,4	1,6	7,1	1,7	0,8
Dic	-0,7	-8,2	0,6	.	5,1	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 Ene	-0,7	-8,3	1,1	.	3,1	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7
Feb	-0,9	-8,1	1,1	.	4,5	2,4	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7
Mar	-0,1	-7,5	3,0	.	5,4	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	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	89,5	99,2	92,2	107,2	93,2
2013	101,7	99,2	96,6	92,8	101,9	94,9	112,2	96,5
2014	102,3	98,9	96,5	93,0	99,5	95,7	114,8	97,0
2014 II	103,9	100,5	98,0	94,4	101,0	97,1	116,2	98,2
III	101,7	98,2	95,9	92,3	98,5	95,1	113,8	95,9
IV	99,6	96,1	94,2	90,5	96,6	93,0	112,6	94,5
2015 I	93,7	90,4	89,5	.	.	.	106,9	89,3
2014 Dic	99,7	96,0	94,3	-	-	-	113,4	94,9
2015 Ene	95,9	92,4	91,1	-	-	-	109,3	91,3
Feb	94,0	90,7	89,9	-	-	-	107,4	89,7
Mar	91,4	88,2	87,5	-	-	-	104,2	87,0
Abr	90,5	87,3	87,0	-	-	-	102,8	85,7
May	92,3	89,0	88,9	-	-	-	105,1	87,5
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2015 May	2,0	2,0	2,2	-	-	-	2,2	2,0
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2015 May	-11,2	-11,3	-9,3	-	-	-	-9,5	-10,9

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	Eslofi 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 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
2015 I	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
2014 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
Mar	6,762	7,647	27,379	7,459	303,445	130,410	4,126	0,724	4,4339	9,245	1,061	1,084
Abr	6,686	7,590	27,439	7,466	299,429	128,935	4,018	0,721	4,4155	9,325	1,038	1,078
May	6,916	7,559	27,397	7,461	306,327	134,748	4,081	0,721	4,4477	9,304	1,039	1,115
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2015 May	3,4	-0,4	-0,2	-0,1	2,3	4,5	1,6	0,0	0,7	-0,2	0,1	3,4
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2015 May	-19,3	-0,5	-0,1	0,0	0,6	-3,6	-2,4	-11,5	0,5	3,0	-14,9	-18,8

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>											
2014 I	18.138,2	19.559,2	-1.421,0	7.453,0	5.605,5	5.671,2	9.279,2	-56,3	4.573,8	4.674,4	496,6	11.536,3
II	18.624,8	19.903,1	-1.278,3	7.503,2	5.599,4	5.958,7	9.632,0	-50,6	4.706,9	4.671,7	506,6	11.685,4
III	19.346,1	20.670,5	-1.324,5	7.723,5	5.856,6	6.337,2	9.967,7	-74,6	4.840,6	4.846,2	519,3	12.062,9
IV	19.541,6	20.827,2	-1.285,6	7.541,6	5.844,7	6.521,7	10.127,9	-38,8	4.983,0	4.854,6	534,1	12.093,1
	<i>saldos vivos en porcentaje del PIB</i>											
2014 IV	193,3	206,0	-12,7	74,6	57,8	64,5	100,2	-0,4	49,3	48,0	5,3	119,6
	<i>Transacciones</i>											
2014 II	215,2	125,4	89,9	-4,0	0,4	160,7	190,2	16,9	41,2	-65,2	0,4	-
III	192,8	111,5	81,3	65,4	42,9	114,8	22,6	18,5	-4,5	46,0	-1,3	-
IV	86,6	11,2	75,4	70,1	65,0	92,1	-1,0	10,5	-88,1	-52,9	2,1	-
2015 I	313,6	318,3	-4,7	27,2	64,9	71,2	92,4	30,1	179,3	161,0	5,8	-
2014 Oct	14,9	-26,9	41,8	27,7	23,5	10,3	-37,1	6,4	-29,6	-13,3	0,2	-
Nov	185,2	110,8	74,3	54,8	27,9	54,7	34,5	1,3	73,7	48,4	0,7	-
Dic	-113,5	-72,8	-40,7	-12,4	13,6	27,1	1,6	2,8	-132,2	-88,0	1,1	-
2015 Ene	252,0	268,9	-16,9	14,1	8,5	8,4	40,1	10,0	218,3	220,3	1,2	-
Feb	79,5	62,1	17,4	34,8	33,1	44,7	37,0	9,7	-13,8	-8,0	4,2	-
Mar	-18,0	-12,7	-5,2	-21,6	23,3	18,0	15,3	10,4	-25,2	-51,3	0,4	-
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>											
2015 Mar		566,3	241,9	158,7	173,1	438,7	304,2	75,9	127,9	89,0	7,0	-
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>											
2015 Mar	8,0	5,6	2,4	1,6	1,7	4,3	3,0	0,8	1,3	0,9	0,1	-

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)												
2012	9.845,6	9.582,9	5.542,1	2.065,5	1.980,9	1.036,6	581,5	358,1	-5,6	262,7	4.281,0	4.018,3
2013	9.930,6	9.589,0	5.565,3	2.097,1	1.940,4	1.006,3	569,0	360,2	-13,9	341,6	4.357,6	4.016,0
2014	10.110,9	9.721,4	5.650,5	2.129,0	1.968,3	1.010,0	584,5	368,6	-26,4	389,4	4.486,1	4.096,6
2014 I	2.516,3	2.425,6	1.404,3	529,0	493,5	255,7	145,2	91,3	-1,2	90,6	1.102,5	1.011,9
II	2.521,9	2.427,2	1.409,2	529,9	490,6	251,5	145,9	91,9	-2,6	94,7	1.116,5	1.021,8
III	2.533,2	2.436,0	1.416,7	534,2	492,2	251,2	147,1	92,6	-7,1	97,2	1.133,9	1.036,7
IV	2.545,8	2.437,1	1.423,0	534,0	495,4	253,5	147,8	92,9	-15,3	108,7	1.141,5	1.032,7
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2012	100,0	97,3	56,3	21,0	20,1	10,5	5,9	3,6	0,0	2,7	-	-
2013	100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,1	5,7	3,6	-0,1	3,5	-	-
2014	100,0	96,1	55,9	21,1	19,5	10,0	5,8	3,6	-0,3	3,9	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2014 II	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,5	-1,6	0,7	0,3	-	-	1,3	1,3
III	0,2	0,2	0,5	0,2	0,0	-0,6	0,7	0,5	-	-	1,5	1,7
IV	0,3	0,1	0,4	0,2	0,4	0,8	0,0	-0,1	-	-	0,8	0,4
2015 I	0,4	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2014 II	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
III	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
IV	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,2	-	-
2015 I	0,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

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	12
													Precios corrientes (mm de euros)											
2012	8.851,5	152,1	1.729,9	471,5	1.676,2	409,3	439,4	1.014,9	925,0	1.718,1	315,0	994,0												
2013	8.923,5	156,1	1.739,7	462,1	1.684,6	403,0	440,1	1.031,9	938,7	1.748,3	319,0	1.007,1												
2014	9.075,9	147,4	1.764,2	464,3	1.712,7	406,6	455,2	1.055,4	960,8	1.783,3	326,1	1.035,0												
2014 I	2.260,7	38,1	439,2	117,5	425,9	101,6	113,2	262,0	238,1	444,2	80,9	255,5												
II	2.262,4	37,5	440,5	115,5	426,0	101,5	114,5	263,1	239,0	443,8	80,9	259,5												
III	2.273,1	36,2	442,7	115,1	429,2	101,7	114,3	264,4	240,7	446,9	81,8	260,1												
IV	2.283,8	35,7	444,8	116,7	432,2	101,9	113,4	265,7	243,1	448,1	82,3	262,0												
<i>en porcentaje del valor añadido</i>																								
2012	100,0	1,7	19,5	5,3	18,9	4,6	5,0	11,5	10,5	19,4	3,6	-												
2013	100,0	1,8	19,5	5,2	18,9	4,5	4,9	11,6	10,5	19,6	3,6	-												
2014	100,0	1,6	19,5	5,1	18,9	4,5	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	-												
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)																								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>																								
2014 I	0,3	1,0	0,0	0,7	0,6	-0,4	0,6	0,4	0,5	0,3	0,3	-0,2												
II	0,0	-0,4	0,2	-1,5	-0,1	-0,1	-0,8	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,9												
III	0,2	0,7	0,1	-0,9	0,5	0,5	0,3	0,3	0,5	0,0	0,7	-0,3												
IV	0,2	-2,0	0,0	1,0	0,5	0,0	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	1,1												
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>																								
2014 I	0,3	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	-												
IV	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	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	-2,4	-2,6	-4,5	-1,0	-2,5	-0,1	-4,9	-3,7	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,0
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-3,2	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,4	0,4	3,7
2014 II	0,8	1,6	1,4	0,9	3,3	-5,3	3,0	3,6	1,4	1,1	2,0	-0,3	3,9
III	0,5	1,1	0,5	1,4	1,9	-3,4	-1,1	2,3	0,8	-0,3	2,0	-0,5	4,1
IV	0,3	1,0	-0,4	0,9	2,6	-3,1	-0,6	2,8	2,1	0,7	3,2	1,4	1,6
2015 I	1,5	1,1	-0,1	0,6	2,7	4,4	-0,5	0,9	2,3	1,0	3,4	2,3	9,0
2014 Nov	-0,5	0,3	-0,7	-0,8	3,0	-5,3	0,1	1,4	1,4	-0,2	2,8	0,3	0,3
Dic	0,8	1,5	0,2	2,0	1,6	-1,9	-2,1	3,0	3,2	2,1	4,0	2,7	0,0
2015 Ene	0,7	0,3	-0,1	0,2	0,8	2,7	0,7	0,5	2,5	2,0	3,1	2,9	11,0
Feb	1,9	1,2	-0,2	1,2	2,4	7,0	-3,5	0,4	2,6	0,9	3,9	3,3	8,1
Mar	1,8	1,7	0,0	0,3	4,8	3,8	-2,7	1,8	1,7	0,1	3,2	0,8	8,2
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	1,1	3,3	3,2	6,5
Tasas de variación intermensual (d.)													
2014 Nov	0,2	0,3	0,1	-0,1	0,4	-0,2	-0,3	-1,3	0,6	0,3	1,0	0,2	-2,5
Dic	0,6	0,6	1,2	1,2	-0,6	0,9	0,4	2,4	0,5	0,3	0,5	1,8	5,5
2015 Ene	-0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-0,3	1,2	1,0	-2,2	0,3	0,8	0,4	1,0	2,0
Feb	1,0	1,0	0,2	0,7	1,6	1,0	-1,6	-0,2	0,1	-0,7	0,7	-0,8	-0,2
Mar	-0,3	-0,1	-0,3	-0,9	2,0	-1,7	0,8	1,2	-0,6	-0,6	-0,5	-1,4	-0,8
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	0,7	1,3	0,3	0,6	1,1

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													
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	15,2	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,0
2014	100,0	85,2	14,8	3,4	15,1	6,0	25,0	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,0
tasas de variación interanual													
2012	-0,5	-0,5	-0,4	-1,3	-0,7	-4,4	-0,5	0,7	-0,4	0,1	0,5	-0,2	0,6
2013	-0,7	-0,7	-0,9	-1,3	-1,6	-4,3	-0,5	-0,2	-1,1	-0,7	0,2	-0,1	-0,1
2014	0,6	0,8	-0,5	-0,2	0,0	-1,7	0,9	1,0	-1,0	0,6	2,0	0,8	0,6
2014 I	0,2	0,3	-0,2	0,8	-0,8	-2,3	0,4	0,4	-0,9	0,9	1,2	0,8	-0,2
II	0,6	0,8	-0,7	-0,5	0,0	-1,9	0,9	0,8	-1,2	0,7	2,2	0,8	0,3
III	0,7	1,0	-0,6	-0,6	0,3	-1,3	1,1	1,4	-1,0	0,2	2,1	0,8	0,6
IV	0,9	1,1	-0,6	-0,5	0,5	-1,3	1,1	1,2	-1,1	0,6	2,5	0,8	1,7
Horas trabajadas													
en porcentaje del total de horas trabajadas													
2012	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	7,2	25,9	2,8	2,8	1,0	12,4	21,6	6,3
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,6	6,9	25,9	2,8	2,8	1,0	12,5	21,7	6,3
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	26,0	2,8	2,7	1,0	12,6	21,8	6,3
tasas de variación interanual													
2012	-1,8	-1,8	-1,7	-2,0	-2,3	-6,9	-2,0	0,2	-1,2	-0,8	-0,6	-0,7	-0,3
2013	-1,2	-1,2	-1,1	-0,8	-1,7	-5,3	-0,9	-0,4	-1,4	-1,4	-0,4	-0,4	-0,7
2014	0,6	0,9	-0,3	0,4	0,5	-1,4	0,8	0,9	-1,3	0,1	1,9	0,9	0,2
2014 I	0,8	0,8	0,8	1,6	0,6	-0,5	0,8	0,8	-0,6	0,7	1,2	1,3	-0,6
II	0,4	0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-2,0	0,7	0,8	-1,9	0,1	1,8	0,9	0,3
III	0,5	0,9	-0,8	-0,4	0,4	-1,7	1,0	1,0	-1,7	-0,5	1,9	0,7	0,0
IV	1,1	1,4	0,1	1,1	1,2	-0,7	1,2	1,2	-1,9	0,7	2,6	0,9	1,4
Horas trabajadas por persona ocupada													
tasas de variación interanual													
2012	-1,3	-1,3	-1,3	-0,7	-1,6	-2,6	-1,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-0,5	-0,9
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,5	0,0	-1,0	-0,4	-0,1	-0,4	-0,7	-0,6	-0,3	-0,6
2014	0,1	0,1	0,2	0,5	0,5	0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,4
2014 I	0,6	0,5	1,0	0,8	1,3	1,8	0,4	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,6	-0,4
II	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,7	-0,6	-0,3	0,1	-0,1
III	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,2	-0,4	-0,2	-0,4	-0,8	-0,7	-0,2	-0,1	-0,6
IV	0,2	0,2	0,7	1,6	0,7	0,7	0,1	0,0	-0,8	0,2	0,1	0,2	-0,4

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	159,225	3,9	18,195	11,4	5,3	14,634	10,1	3,561	23,6	9,761	11,3	8,434	11,5	1,6
2013	159,341	4,3	19,222	12,0	5,9	15,625	10,7	3,597	24,3	10,301	11,9	8,921	12,1	1,5
2014	159,534	4,3	18,613	11,6	6,0	15,206	10,4	3,408	23,7	9,903	11,5	8,711	11,8	1,7
2014 II	159,296	4,4	18,647	11,6	6,0	15,222	10,4	3,425	23,8	9,938	11,5	8,709	11,8	1,7
III	159,680	4,2	18,531	11,6	5,8	15,142	10,4	3,389	23,6	9,808	11,3	8,723	11,8	1,6
IV	160,186	4,3	18,380	11,4	6,0	15,072	10,3	3,308	23,2	9,737	11,3	8,643	11,7	1,8
2015 I	.	.	18,035	11,2	.	14,810	10,1	3,224	22,7	9,573	11,1	8,462	11,4	.
2014 Nov	-	-	18,441	11,5	-	15,110	10,3	3,330	23,3	9,762	11,3	8,679	11,7	-
Dic	-	-	18,241	11,4	-	14,973	10,2	3,268	22,9	9,672	11,2	8,569	11,6	-
2015 Ene	-	-	18,117	11,3	-	14,874	10,2	3,244	22,8	9,635	11,1	8,482	11,4	-
Feb	-	-	18,011	11,2	-	14,791	10,1	3,219	22,7	9,554	11,0	8,457	11,4	-
Mar	-	-	17,976	11,2	-	14,766	10,1	3,210	22,6	9,530	11,0	8,446	11,4	-
Abr	-	-	17,846	11,1	-	14,678	10,0	3,168	22,3	9,431	10,9	8,415	11,3	-

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	80,9	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-22,1	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,6	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 II	102,6	-3,3	80,2	-7,7	-29,9	-1,8	5,1	87,6	52,4	54,5	53,1	53,4
III	101,2	-4,6	80,4	-9,9	-27,3	-3,9	4,5	87,7	50,9	51,6	53,2	52,8
IV	100,9	-4,5	80,8	-11,2	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 I	102,6	-4,0	81,0	-6,3	-24,9	-1,6	5,6	88,1	51,4	52,6	53,6	53,3
2014 Dic	100,9	-5,0	-	-10,9	-24,2	-4,6	6,4	-	50,6	50,9	51,6	51,4
2015 Ene	101,5	-4,5	81,0	-8,5	-25,3	-2,7	5,3	87,8	51,0	52,1	52,7	52,6
Feb	102,3	-4,6	-	-6,7	-25,1	-1,3	5,3	-	51,0	52,1	53,7	53,3
Mar	103,9	-2,9	-	-3,7	-24,2	-0,8	6,1	-	52,2	53,6	54,2	54,0
Abr	103,8	-3,2	81,1	-4,6	-25,5	-0,8	7,0	88,4	52,0	53,4	54,1	53,9
May	103,8	-3,0	-	-5,5	-25,0	1,4	7,8	-	52,2	53,3	53,8	53,6

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	97,9	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,6	.	3,1	9,7	2,0
2012	12,7	97,7	-1,7	1,8	-4,1	0,7	-2,2	31,0	1,6	133,9	1,0	-5,9	0,9
2013	12,9	96,3	-0,4	1,6	-4,0	0,4	-2,2	30,6	1,6	132,6	2,4	-2,9	1,5
2014 I	12,8	95,7	0,3	1,4	2,9	1,9	-0,9	31,1	2,2	132,7	2,1	3,6	1,2
II	12,7	95,7	0,3	1,4	-0,3	3,0	-0,1	30,9	1,8	134,1	2,3	1,5	1,4
III	12,7	95,2	1,4	1,6	-0,8	2,7	0,4	31,5	2,0	133,6	1,7	2,1	1,0
IV	12,7	95,1	1,5	1,8	-0,3	2,6	1,0	32,2	2,7	133,4	1,6	1,7	1,0

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 II	831,4	785,2	46,1	486,8	430,6	170,2	153,0	151,8	142,2	22,6	59,5	7,6	3,3
III	834,6	777,9	56,7	489,4	427,6	174,3	157,5	147,4	138,1	23,5	54,6	6,8	2,5
IV	842,3	777,1	65,2	503,5	428,3	175,5	163,6	140,4	125,1	22,9	60,1	12,7	5,1
2015 I	853,1	776,6	76,5	502,0	427,4	179,1	163,6	146,1	125,7	25,8	60,0	7,6	4,8
2014 Oct	281,5	258,2	23,3	168,3	143,0	58,0	53,6	47,3	42,6	7,9	19,0	3,3	1,2
Nov	280,8	259,6	21,2	166,9	143,2	58,9	54,7	47,5	40,9	7,6	20,8	3,7	1,2
Dic	280,0	259,3	20,7	168,3	142,1	58,6	55,3	45,6	41,6	7,5	20,3	5,8	2,7
2015 Ene	286,2	255,7	30,5	165,8	139,8	60,1	54,9	51,6	40,9	8,6	20,0	2,0	1,6
Feb	284,6	257,3	27,3	168,1	141,1	59,4	54,6	48,8	41,7	8,4	20,0	1,7	1,3
Mar	282,3	263,7	18,6	168,1	146,5	59,6	54,1	45,7	43,1	8,9	20,0	3,8	1,9
	transacciones acumuladas de 12 meses												
2015 Mar	3.361,3	3.116,8	244,5	1.981,7	1.713,9	699,1	637,6	585,7	531,0	94,9	234,2	34,7	15,7
	transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2015 Mar	33,2	30,8	2,4	19,6	16,9	6,9	6,3	5,8	5,2	0,9	2,3	0,3	0,2

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)					
	Expor-taciones	Impor-taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria: Manufacturas	Petró-leo		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)												
2014 II	0,6	0,2	481,5	234,8	96,1	138,0	395,0	437,7	271,2	61,0	98,9	281,1	78,4
III	2,9	0,4	486,1	236,1	96,7	139,4	397,7	439,4	269,8	61,8	100,7	287,2	73,1
IV	4,4	-0,2	497,8	236,9	101,9	144,7	409,0	434,6	260,0	62,8	102,0	292,2	64,2
2015 I	5,1	0,4	503,1	.	.	.	418,2	439,6	.	.	.	308,4	.
2014 Oct	4,3	-0,1	165,8	79,5	33,9	48,1	135,4	146,1	88,9	21,2	34,0	97,1	22,8
Nov	1,0	-1,8	166,6	79,3	34,0	48,8	136,1	145,8	86,6	21,1	33,8	96,4	21,0
Dic	8,3	1,4	165,3	78,1	34,0	47,8	137,5	142,7	84,5	20,5	34,3	98,6	20,4
2015 Ene	-0,6	-5,8	163,6	78,2	33,7	47,4	135,4	142,5	82,5	22,0	34,6	99,7	18,2
Feb	4,3	-0,2	168,3	80,3	34,7	49,4	140,7	145,7	84,9	22,6	35,3	103,5	18,0
Mar	10,9	7,2	171,1	.	.	.	142,1	151,4	.	.	.	105,2	.
	En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)												
2014 II	0,7	2,3	114,8	113,2	114,1	117,2	115,5	101,5	101,6	98,7	102,8	103,7	93,2
III	1,1	2,0	114,5	112,6	114,2	116,3	114,7	101,4	101,1	99,9	102,7	104,4	88,3
IV	2,9	1,6	117,0	113,3	118,7	120,8	116,7	101,7	101,5	97,8	101,5	103,8	93,5
2015 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Oct	2,3	0,9	116,8	113,5	119,6	119,9	116,3	101,0	101,4	98,4	101,6	103,4	89,8
Nov	-0,7	-1,0	117,4	113,5	118,9	122,2	116,4	102,2	100,6	100,7	100,5	103,1	89,6
Dic	7,4	5,2	117,0	112,8	117,8	120,3	117,5	102,0	102,4	94,4	102,4	104,7	101,2
2015 Ene	-2,0	-0,9	115,6	112,6	116,8	119,0	114,8	103,4	103,3	101,1	101,5	104,6	110,9
Feb	1,5	3,0	117,4	114,7	119,5	121,3	118,5	103,2	104,2	100,0	101,7	106,2	103,7
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 II	118,2	0,6	0,8	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,1	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2
III	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-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	0,0	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2015 I	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,5	0,0	-4,2	0,2	-0,5	1,2
2014 Dic	117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,3	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6
2015 Ene	115,9	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,3	0,0	0,3	0,0	-3,2	0,0	-0,9	1,3
Feb	116,6	-0,3	0,7	-1,4	1,2	0,3	0,2	0,6	0,0	1,6	0,3	-0,5	1,2
Mar	117,9	-0,1	0,6	-0,9	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,7	0,0	-0,3	1,1
Abr	118,2	0,0	0,6	-0,7	1,0	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,9
May ²⁾	118,5	0,3	0,9	.	1,3	0,3	0,0	0,3	0,1	0,8	0,3	.	.

	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	1,7	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 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
2015 I	0,3	0,5	0,1	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2
2014 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	1,2
Feb	0,5	0,5	0,4	-2,4	-0,1	-7,9	1,3	1,3	1,5	-1,9	1,6	1,3
Mar	0,6	0,6	0,7	-1,7	0,0	-6,0	1,2	1,2	1,4	-1,7	1,1	1,3
Abr	1,0	0,7	1,3	-1,6	0,1	-5,8	1,2	1,3	0,7	-1,2	1,2	1,2
May ²⁾	1,2	0,6	2,1	.	0,3	-5,0	.	.	.	.	.	..

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					Bienes de consumo					
		Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No ali- men- tación						
% del total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9				
	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	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	0,4	
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-2,0	-1,8	
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,0	
2014 II	107,1	-1,1	-0,3	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,4	0,3	-3,1	0,2	0,1	0,6	
III	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,4	1,7	
IV	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,8	2,5	
2015 I	104,5	-2,9	-2,7	-0,7	-1,5	0,7	-0,8	-1,3	0,2	-8,5	.	.	.	
2014 Nov	106,3	-1,6	-1,3	-0,2	-0,5	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-4,9	-	-	-	
Dic	105,2	-2,7	-2,5	-0,4	-1,0	0,6	-0,7	-1,4	0,2	-8,3	-	-	-	
2015 Ene	104,0	-3,5	-3,4	-0,7	-1,7	0,7	-0,9	-1,5	0,1	-10,5	-	-	-	
Feb	104,6	-2,8	-2,6	-0,7	-1,7	0,7	-0,8	-1,4	0,3	-8,1	-	-	-	
Mar	104,9	-2,3	-2,0	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,2	0,2	-6,8	-	-	-	
Abr	104,8	-2,2	-1,9	-0,5	-1,0	0,8	-0,9	-1,4	0,1	-6,4	-	-	-	

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

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

2) 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.

3) Los datos se refieren al Euro-19.

4) 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	1,5	1,9	0,8	1,3	1,9	2,5	86,6	-7,2	0,2	-10,5	-3,1	5,8	-9,1
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,7	0,9	0,6	0,6	0,8	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 II	104,5	0,8	0,6	0,7	0,6	0,4	-0,8	-1,5	79,9	-7,8	-1,2	-11,1	-4,6	1,1	-9,1
III	104,8	1,0	0,6	0,5	1,0	0,5	-0,5	-1,4	78,0	-6,2	-1,7	-8,3	-2,1	0,2	-3,8
IV	105,0	0,9	0,4	0,3	0,8	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 I	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
2014 Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	-5,5	8,7	-12,0	2,9	14,3	-5,6
2015 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-1,3	13,6	-8,2	5,7	16,8	-2,5
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	52,0	-0,8	8,4	-5,4	4,7	10,5	0,1
Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	52,4	1,0	4,6	-1,0	6,2	7,9	4,7
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-1,4	3,4	-4,0	4,9	7,8	2,4
May	-	-	-	-	-	-	-	-	58,9	-2,1	0,9	-3,7	2,6	3,7	1,7

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	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 II	-0,9	-1,0	0,7	-19,9	14,9	48,7	53,9	50,0	48,7
III	-0,7	-1,8	0,9	-16,9	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
IV	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2015 I	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
2014 Dic	-5,1	-3,5	3,2	-15,2	6,4	48,1	52,0	49,1	47,7
2015 Ene	-6,0	-3,2	-0,3	-17,1	-0,1	42,0	50,9	48,1	46,5
Feb	-5,8	0,5	2,0	-17,7	-3,4	44,7	52,4	48,6	47,6
Mar	-4,6	0,6	2,4	-16,3	-3,8	50,7	54,2	49,7	48,6
Abr	-2,7	2,8	2,3	-17,7	-2,0	52,4	53,6	50,1	48,9
May	-0,5	2,3	2,5	-14,1	-0,7	56,0	55,4	50,0	49,3

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												
2012	102,4	1,8	2,9	1,8	2,7	2,4	0,1	-0,4	1,8	3,7	0,4	2,8
2013	103,8	1,3	-2,8	1,7	0,4	1,5	1,2	2,3	-2,0	1,1	1,6	1,9
2014	104,8	1,0	-2,6	1,4	0,2	0,6	3,0	0,7	0,2	2,2	1,2	1,1
2014 I	104,3	0,7	-3,8	0,6	-0,5	0,3	3,0	0,6	0,2	1,4	1,1	0,4
II	104,6	1,0	-3,5	1,1	-0,1	0,8	2,8	1,0	0,0	2,6	0,9	1,3
III	105,1	1,2	-3,1	1,2	0,7	0,9	2,9	0,6	0,2	2,6	1,2	1,1
IV	105,4	1,3	0,8	2,5	0,5	0,6	2,9	0,6	0,4	2,0	1,4	1,6
Remuneración por asalariado												
2012	103,6	1,5	1,3	2,1	2,1	1,5	1,8	0,8	1,5	2,2	0,9	2,0
2013	105,3	1,6	1,1	2,7	1,3	1,4	1,0	2,0	-0,4	1,0	1,7	1,5
2014	106,7	1,3	0,0	2,1	1,4	1,1	1,9	1,5	0,8	1,5	1,2	1,2
2014 I	106,5	1,6	-0,5	2,5	2,9	1,5	2,6	0,9	0,5	1,6	1,3	1,7
II	106,6	1,2	0,0	1,9	1,4	1,1	1,8	2,0	0,5	1,4	1,1	1,3
III	107,0	1,2	0,8	1,8	0,5	1,0	1,5	1,6	1,4	1,6	1,2	1,2
IV	107,5	1,3	0,5	2,3	1,1	1,1	1,6	1,7	1,0	1,3	1,3	0,9
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2012	101,2	-0,3	-1,6	0,3	-0,5	-0,9	1,6	1,3	-0,2	-1,4	0,4	-0,7
2013	101,5	0,3	4,0	1,0	0,9	-0,1	-0,1	-0,3	1,7	0,0	0,1	-0,4
2014	101,8	0,3	2,7	0,7	1,3	0,5	-1,0	0,8	0,6	-0,7	0,1	0,2
2014 I	102,1	0,9	3,4	1,9	3,4	1,2	-0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	1,3
II	101,9	0,2	3,7	0,7	1,5	0,3	-1,1	1,0	0,5	-1,2	0,1	0,0
III	101,8	0,1	4,0	0,6	-0,3	0,1	-1,3	1,0	1,2	-0,9	0,0	0,1
IV	102,0	0,0	-0,3	-0,2	0,6	0,4	-1,2	1,1	0,6	-0,7	0,0	-0,8
Remuneración por hora trabajada												
2012	104,7	2,8	3,1	3,7	5,0	3,2	2,2	1,3	2,0	3,3	1,3	2,9
2013	106,9	2,1	1,5	2,6	2,3	2,0	1,1	2,5	0,6	1,9	1,9	2,1
2014	108,3	1,2	0,6	1,6	1,2	1,2	1,8	1,7	0,9	1,3	1,1	1,6
2014 I	107,9	1,1	-0,7	1,1	1,2	1,3	2,3	0,7	0,5	1,6	0,8	2,2
II	108,2	1,3	1,0	2,1	1,6	1,2	1,8	2,6	1,2	1,2	0,8	1,1
III	108,6	1,3	1,5	1,6	0,6	1,2	1,6	2,0	0,9	1,3	1,3	1,9
IV	108,8	1,1	0,4	1,6	0,8	0,9	1,3	2,4	0,5	1,0	1,2	1,1
Productividad del trabajo por hora												
2012	102,4	1,0	-0,9	1,9	2,1	0,6	2,2	2,1	0,7	-0,3	0,9	0,2
2013	103,1	0,7	3,5	1,0	2,0	0,3	0,0	0,1	2,4	0,6	0,4	0,2
2014	103,4	0,2	2,1	0,2	0,9	0,6	-1,0	1,1	1,1	-0,6	-0,1	0,6
2014 I	103,5	0,3	2,6	0,6	1,5	0,8	-0,7	0,0	0,5	0,1	-0,4	1,7
II	103,5	0,4	3,4	1,0	1,6	0,5	-1,0	1,8	1,2	-0,9	0,0	0,1
III	103,4	0,3	3,9	0,4	0,1	0,3	-0,9	1,7	1,9	-0,8	0,1	0,7
IV	103,3	-0,2	-1,9	-0,9	0,0	0,3	-1,3	2,0	0,4	-0,8	-0,2	-0,4

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	2,1	2,1	2,1	2,4	1,4	2,2
2013	110,3	1,4	1,5	1,0	1,3	1,6	1,8
2014	111,7	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,7
2014 II	115,7	1,5	1,5	1,4	1,6	1,3	1,8
III	108,8	1,4	1,4	1,4	1,3	1,7	1,7
IV	118,3	1,1	1,1	1,2	1,0	1,3	1,7
2015 I	.	.	.	.	.	.	1,5

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											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	8	9	10	11		
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales						Participaciones en fondos del mercado monetario		Valores representativos de deuda hasta 2 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
	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	4.948,4	5.915,7	1.605,6	2.129,6	3.735,2	9.650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10.306,6
2014 II	931,5	4.627,3	5.558,9	1.671,1	2.131,2	3.802,3	9.361,2	129,7	409,3	65,6	604,5	9.965,7
2014 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
2014 IV	967,3	4.948,4	5.915,7	1.605,6	2.129,6	3.735,2	9.650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10.306,6
2015 I	993,7	5.174,3	6.168,0	1.529,2	2.133,5	3.662,7	9.830,7	125,9	436,5	91,0	653,4	10.484,1
2014 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	634,5	10.206,7
2014 Dic	967,3	4.948,4	5.915,7	1.605,6	2.129,6	3.735,2	9.650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10.306,6
2015 Ene	984,8	5.057,3	6.042,1	1.580,5	2.120,7	3.701,2	9.743,3	119,5	438,6	102,4	660,6	10.403,9
2015 Feb	992,4	5.106,6	6.099,0	1.536,0	2.123,4	3.659,4	9.758,5	132,4	443,1	103,1	678,6	10.437,1
2015 Mar	993,7	5.174,3	6.168,0	1.529,2	2.133,5	3.662,7	9.830,7	125,9	436,5	91,0	653,4	10.484,1
2015 Abr ^(p)	1.003,3	5.189,1	6.192,4	1.517,4	2.151,0	3.668,3	9.860,7	134,0	450,7	101,1	685,8	10.546,6
	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	369,4	427,4	-92,7	3,5	-89,2	338,1	0,8	10,8	13,2	24,7	362,9
2014 II	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,1	76,6	12,4	-4,3	-7,6	0,5	77,1
2014 III	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	10,0	3,4	5,3	109,1
2014 IV	19,1	125,2	144,4	-41,8	-9,1	-50,9	93,5	-0,5	11,1	19,1	29,7	123,2
2015 I	25,2	190,0	215,2	-63,9	4,7	-59,2	156,0	2,4	4,9	-16,5	-9,1	146,9
2014 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
2014 Dic	10,8	12,7	23,5	-14,2	-10,5	-24,7	-1,1	-6,3	-4,6	16,8	5,8	4,6
2015 Ene	16,4	81,9	98,3	-35,0	-8,3	-43,3	55,0	-3,5	7,1	-4,9	-1,3	53,7
2015 Feb	7,6	47,6	55,2	-19,2	2,7	-16,5	38,7	12,8	4,4	1,8	19,0	57,7
2015 Mar	1,3	60,4	61,7	-9,7	10,3	0,7	62,4	-6,9	-6,6	-13,3	-26,8	35,6
2015 Abr ^(p)	9,6	36,4	46,0	-9,3	3,8	-5,5	40,5	8,5	14,2	11,0	33,6	74,1
	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	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7
2014 II	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,1	-7,5	-28,8	-8,7	1,6
2014 III	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-1,1	-26,8	-4,1	2,5
2014 IV	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7
2015 I	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	3,3	4,4	4,6
2014 Nov	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	3,7	-17,7	0,6	3,1
2014 Dic	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7
2015 Ene	7,7	9,2	8,9	-6,7	-0,1	-3,0	4,0	-4,7	1,3	11,1	1,0	3,8
2015 Feb	7,9	9,4	9,1	-7,3	0,0	-3,2	4,1	0,5	3,4	14,6	3,8	4,1
2015 Mar	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	3,3	4,4	4,6
2015 Abr ^(p)	8,2	11,0	10,5	-8,2	0,5	-3,3	4,9	9,9	8,9	35,5	11,6	5,3

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	1.813,5	1.329,3	368,3	96,4	19,5	5.556,7	2.753,3	810,6	1.989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2014 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
2014 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
2014 IV	1.813,5	1.329,3	368,3	96,4	19,5	5.556,7	2.753,3	810,6	1.989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2015 I	1.847,0	1.392,6	340,4	99,0	14,9	5.598,3	2.843,8	761,7	1.988,8	3,9	953,5	225,1	339,0
2014 Nov	1.815,9	1.319,9	382,1	100,9	13,1	5.552,8	2.730,7	827,2	1.990,1	4,8	839,4	211,3	324,5
2014 Dic	1.813,5	1.329,3	368,3	96,4	19,5	5.556,7	2.753,3	810,6	1.989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2015 Ene	1.853,5	1.379,5	366,3	96,4	11,4	5.565,6	2.786,5	795,4	1.979,9	3,8	886,7	228,3	343,9
2015 Feb	1.851,9	1.393,7	347,1	97,2	13,9	5.566,5	2.810,2	771,1	1.980,9	4,3	906,0	224,4	349,6
2015 Mar	1.847,0	1.392,6	340,4	99,0	14,9	5.598,3	2.843,8	761,7	1.988,8	3,9	953,5	225,1	339,0
2015 Abr ⁴⁾	1.843,7	1.387,3	332,6	112,9	10,9	5.609,2	2.857,6	756,0	1.991,9	3,7	963,1	230,2	345,3
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	68,0	89,9	-25,6	1,2	2,5	140,2	209,0	-65,7	-1,4	-1,7	46,1	5,8	20,9
2014 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
2014 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
2014 IV	6,4	15,9	-12,2	-1,4	4,0	25,9	67,5	-33,1	-6,6	-2,0	56,0	-8,7	-5,8
2015 I	29,7	49,2	-17,2	2,6	-4,9	39,3	81,5	-43,3	-0,1	1,1	50,4	5,1	8,7
2014 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
2014 Dic	-20,0	-20,2	-3,3	-2,8	6,3	4,8	23,6	-15,3	-1,6	-1,9	11,2	-11,5	-2,7
2015 Ene	27,2	39,7	-4,2	-0,1	-8,3	-3,5	25,3	-20,6	-9,3	1,0	-11,0	9,0	13,5
2015 Feb	11,8	13,4	-5,0	0,8	2,5	12,1	23,4	-12,7	1,0	0,4	18,4	-4,3	5,8
2015 Mar	-9,2	-3,9	-8,0	1,8	0,9	30,7	32,8	-9,9	8,2	-0,4	43,0	0,4	-10,7
2015 Abr ⁴⁾	0,9	9,6	-6,7	2,0	-3,9	12,6	16,9	-5,2	1,2	-0,3	14,0	5,4	6,4
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	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2014 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
2014 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
2014 IV	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 I	4,6	9,5	-10,0	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
2014 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
2014 Dic	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 Ene	4,9	10,0	-8,1	1,5	-34,8	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-20,8	5,7	0,5	8,9
2015 Feb	4,8	9,9	-8,9	1,4	-21,9	2,5	8,9	-10,3	-0,2	-25,5	7,9	-0,9	8,0
2015 Mar	4,6	9,5	-10,0	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
2015 Abr ⁴⁾	4,3	9,8	-11,5	5,5	-37,8	2,9	9,9	-11,5	0,1	-35,3	16,0	1,6	7,8

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 titulizaciones 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	3.608,0	1.131,4	2.476,6	12.564,8	10.513,1	-	4.279,7	5.200,6	904,7	128,1	1.276,6	775,1
2014 II	3.449,1	1.101,7	2.347,4	12.588,4	10.464,8	-	4.306,3	5.191,0	868,5	99,0	1.317,4	806,3
III	3.508,9	1.102,2	2.406,7	12.561,8	10.444,8	-	4.288,1	5.194,6	858,8	103,3	1.307,0	810,1
IV	3.608,0	1.131,4	2.476,6	12.564,8	10.513,1	-	4.279,7	5.200,6	904,7	128,1	1.276,6	775,1
2015 I	3.672,8	1.153,2	2.519,6	12.679,5	10.615,8	-	4.310,2	5.234,8	936,1	134,6	1.275,5	788,3
2014 Nov	3.538,2	1.108,8	2.429,4	12.534,0	10.431,0	-	4.271,1	5.194,9	857,5	107,4	1.291,8	811,2
Dic	3.608,0	1.131,4	2.476,6	12.564,8	10.513,1	-	4.279,7	5.200,6	904,7	128,1	1.276,6	775,1
2015 Ene	3.652,4	1.148,7	2.503,7	12.635,3	10.582,4	-	4.301,2	5.223,2	919,2	138,9	1.277,1	775,8
Feb	3.637,8	1.146,5	2.491,3	12.652,6	10.590,7	-	4.313,1	5.222,2	918,4	137,1	1.271,2	790,6
Mar	3.672,8	1.153,2	2.519,6	12.679,5	10.615,8	-	4.310,2	5.234,8	936,1	134,6	1.275,5	788,3
Abr ⁶⁾	3.698,7	1.151,8	2.546,9	12.654,5	10.607,8	-	4.302,1	5.234,7	934,0	137,1	1.264,3	782,4
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	72,6	16,3	56,3	-103,7	-50,9	18,7	-59,8	-13,7	11,1	11,6	-88,1	35,3
2014 II	-27,2	-10,3	-16,9	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,5	9,7
III	40,4	-1,4	41,8	-18,9	-10,6	-10,8	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
IV	46,5	12,8	33,7	5,5	23,3	33,8	3,4	6,4	6,8	6,6	-34,7	17,0
2015 I	38,5	21,6	16,9	35,8	45,1	52,3	8,7	19,7	10,7	6,0	-1,8	-7,5
2014 Nov	4,6	11,2	-6,6	-13,9	2,8	10,3	-3,9	-1,3	3,5	4,5	-10,7	-5,9
Dic	23,2	8,0	15,3	24,7	24,2	25,0	10,0	3,3	8,4	2,5	-17,0	17,5
2015 Ene	32,2	13,5	18,7	9,8	16,3	16,9	1,7	5,6	-1,5	10,5	2,3	-8,8
Feb	-20,6	2,7	-23,3	9,0	8,1	15,3	10,2	1,3	-1,5	-1,9	-7,1	8,0
Mar	26,9	5,4	21,6	17,0	20,7	20,2	-3,2	12,8	13,7	-2,6	3,1	-6,8
Abr ⁶⁾	36,7	-1,2	37,9	-6,3	8,9	18,9	0,2	4,4	1,7	2,6	-9,5	-5,8
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	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2014 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	-2,5	8,5	-8,6	1,8
IV	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015 I	2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,2	14,1	-4,7	3,0
2014 Nov	0,8	0,6	0,9	-1,4	-0,9	-0,2	-1,7	-0,4	-1,0	8,0	-7,2	2,6
Dic	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015 Ene	2,3	1,6	2,6	-0,6	-0,2	0,5	-1,1	-0,1	1,4	19,3	-6,3	3,3
Feb	1,9	1,5	2,0	-0,4	-0,1	0,6	-0,6	-0,2	0,5	15,4	-5,6	4,2
Mar	2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,2	14,1	-4,7	3,0
Abr ⁶⁾	3,8	2,4	4,5	0,0	0,0	0,8	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,2	2,8

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		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
		Ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos ⁴⁾					Ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos ⁴⁾			
	1	2	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	4.279,7	-	1.081,0	724,6	2.474,2	5.200,6	-	563,2	3.861,3	776,1
2014 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	4.279,7	-	1.081,0	724,6	2.474,2	5.200,6	-	563,2	3.861,3	776,1
2015 I	4.310,2	-	1.089,9	738,9	2.481,5	5.234,8	-	567,9	3.891,7	775,3
2014 Nov	4.271,1	-	1.040,0	734,0	2.497,0	5.194,9	-	566,6	3.848,3	780,0
Dic	4.279,7	-	1.081,0	724,6	2.474,2	5.200,6	-	563,2	3.861,3	776,1
2015 Ene	4.301,2	-	1.087,4	735,5	2.478,3	5.223,2	-	566,2	3.879,7	777,3
Feb	4.313,1	-	1.090,4	734,8	2.487,9	5.222,2	-	565,3	3.883,4	773,6
Mar	4.310,2	-	1.089,9	738,9	2.481,5	5.234,8	-	567,9	3.891,7	775,3
Abr ^(p)	4.302,1	-	1.089,9	737,1	2.475,0	5.234,7	-	566,7	3.894,8	773,2
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	-59,8	-46,6	-13,8	0,7	-46,8	-13,7	42,3	-3,0	-2,0	-8,7
2014 II	-18,7	-7,5	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	9,5	1,2	13,1	-6,1
IV	3,4	5,8	-7,4	8,1	2,7	6,4	14,9	-2,2	10,6	-1,9
2015 I	8,7	11,7	-0,4	8,1	1,0	19,7	23,9	2,5	17,5	-0,3
2014 Nov	-3,9	-2,5	-12,6	10,7	-2,0	-1,3	4,8	-1,6	0,0	0,3
Dic	10,0	10,4	7,0	-1,7	4,7	3,3	4,2	-2,5	6,5	-0,7
2015 Ene	1,7	1,6	-1,7	5,3	-1,9	5,6	6,2	0,1	6,3	-0,7
Feb	10,2	12,3	3,1	-1,1	8,1	1,3	6,3	-0,6	3,8	-1,8
Mar	-3,2	-2,2	-1,8	3,8	-5,3	12,8	11,5	3,0	7,5	2,3
Abr ^(p)	0,2	1,6	3,3	-0,4	-2,7	4,4	13,0	-1,0	6,3	-0,9
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	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2014 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	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015 I	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
2014 Nov	-1,7	-1,4	-1,5	-1,8	-1,7	-0,4	0,7	0,1	-0,2	-1,3
Dic	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Ene	-1,1	-0,8	-0,8	1,1	-1,9	-0,1	0,9	-0,4	0,1	-1,0
Feb	-0,6	-0,3	0,5	0,8	-1,5	-0,2	1,0	-0,5	0,0	-1,1
Mar	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
Abr ^(p)	-0,4	-0,1	0,3	1,2	-1,2	0,0	1,3	-0,1	0,1	-0,8

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	262,1	7.178,7	2.253,2	92,0	2.375,3	2.458,3	1.390,7	183,9	184,5	139,8
2014 II	270,3	7.295,3	2.301,8	90,1	2.455,1	2.448,4	1.346,1	147,7	171,3	119,0
III	249,7	7.332,4	2.278,6	92,4	2.457,0	2.504,3	1.419,5	179,8	163,6	121,7
IV	262,1	7.178,7	2.253,2	92,0	2.375,3	2.458,3	1.390,7	183,9	184,5	139,8
2015 I	287,6	7.322,2	2.259,8	90,5	2.394,7	2.577,1	1.504,3	237,2	234,7	159,1
2014 Nov	258,7	7.263,2	2.258,3	91,0	2.404,7	2.509,2	1.466,5	189,8	184,4	130,8
Dic	262,1	7.178,7	2.253,2	92,0	2.375,3	2.458,3	1.390,7	183,9	184,5	139,8
2015 Enc	306,0	7.293,1	2.245,5	92,8	2.402,6	2.552,2	1.481,6	233,7	203,3	133,3
Feb	262,9	7.303,0	2.263,4	91,6	2.396,3	2.551,7	1.447,7	265,0	226,3	144,5
Mar	287,6	7.322,2	2.259,8	90,5	2.394,7	2.577,1	1.504,3	237,2	234,7	159,1
Abr ^(p)	260,2	7.235,3	2.237,3	88,5	2.354,6	2.554,9	1.447,8	241,1	206,3	132,1
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	-6,9	-161,8	-119,7	1,8	-154,7	110,8	244,2	-19,0	0,7	17,7
2014 II	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	75,0	23,8	-5,8	2,3
III	-20,9	-3,1	-28,3	2,3	-28,5	51,5	38,4	25,3	-7,7	2,6
IV	4,4	-95,3	-25,1	1,0	-77,3	6,1	35,9	-55,5	20,9	18,1
2015 I	22,2	-47,4	-30,7	-2,5	-47,5	33,3	-6,3	53,8	50,1	19,3
2014 Nov	1,7	-19,5	-6,4	-0,8	-13,6	1,3	47,9	19,0	1,3	9,6
Dic	0,4	-43,9	-6,2	2,4	-34,1	-6,1	-26,1	-60,7	0,1	9,0
2015 Enc	40,6	-12,0	-16,1	-0,2	-12,7	17,1	-5,9	46,2	18,8	-6,5
Feb	-43,1	-17,9	-8,5	-1,2	-12,0	3,7	-24,8	33,1	23,0	11,3
Mar	24,7	-17,5	-6,1	-1,1	-22,8	12,5	24,4	-25,5	8,3	14,6
Abr ^(p)	-27,4	-38,8	-20,1	-2,0	-19,9	3,1	-26,8	4,3	-28,3	-27,0
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	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2014 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	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2015 I	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	-	-	32,5	36,3
2014 Nov	-1,9	-1,9	-5,5	-1,1	-4,8	4,9	-	-	-4,4	-6,6
Dic	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2015 Enc	22,3	-2,3	-5,6	2,5	-6,0	4,6	-	-	22,4	28,3
Feb	-4,4	-2,4	-5,7	0,8	-5,9	4,3	-	-	27,0	28,4
Mar	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	-	-	32,5	36,3
Abr ^(p)	-5,7	-3,1	-5,5	-2,4	-7,4	3,4	-	-	26,8	33,0

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	
2011	-3,9	44,7	44,5	11,7	12,7	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,0	4,3
2012	-3,4	45,8	45,6	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,4	5,3	3,0	23,5	4,5
2013	-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,8	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014	-2,1	46,5	46,3	12,5	13,3	15,5	0,3	48,7	44,9	10,3	5,3	2,6	24,0	3,8
2014 III	-2,4	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7
IV	-2,4	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,6	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
2011	85,8	2,9	15,3	67,5	42,7	24,3	43,1	12,2	73,6	20,3	29,8	35,7	84,0	1,8
2012	89,1	3,0	17,2	68,8	45,4	26,2	43,6	11,4	77,7	19,5	31,6	38,0	86,9	2,2
2013	90,9	2,7	17,0	71,2	45,9	26,1	45,0	10,4	80,5	19,4	32,2	39,3	89,0	2,0
2014	92,0	2,7	16,8	72,4	45,2	25,9	46,8	10,1	81,8	19,2	32,2	40,5	89,9	2,0
2014 III	92,0	2,6	16,6	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	91,9	2,7	16,8	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	
2011	2,1	1,2	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,1	0,8	3,9
2012	3,3	0,6	0,1	1,1	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,8	0,1	-0,2	-0,6	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	0,0	0,4	2,0	2,7
2014	1,1	-0,2	0,2	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,2	1,1	2,7
2014 III	0,9	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,4	0,4	1,1	2,7
IV	1,0	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,2	1,0	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 AAPP¹⁾

(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	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014 III	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
2014 IV	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014 Nov	15,9	13,9	4,8	2,0	0,5	6,5	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,9	1,7
2014 Dic	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015 Ene	15,7	13,6	5,1	2,0	0,5	6,5	3,1	1,4	0,4	3,5	2,7	0,8	1,7
2015 Feb	15,7	13,6	4,5	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,3	3,4	2,7	0,7	1,7
2015 Mar	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,0	3,4	2,8	0,6	1,7
2015 Abr	15,9	13,8	4,8	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,3	3,4	2,8	0,5	1,7

6.5 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro⁶⁾

(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										
2011	-4,1	-0,9	1,2	-12,7	-10,2	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8	
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,1	-8,7	-10,3	-4,8	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	0,1	-0,2	-5,8	-12,3	-6,8	-4,1	-2,9	-4,9	
2014	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
2014 III	-3,1	0,6	-0,2	-4,7	-2,3	-5,7	-4,0	-2,8	-10,2	
2014 IV	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
Deuda pública										
2011	102,0	77,9	6,0	111,2	171,3	69,2	85,2	116,4	66,0	
2012	103,8	79,3	9,7	121,7	156,9	84,4	89,6	123,1	79,5	
2013	104,4	77,1	10,1	123,2	175,0	92,1	92,3	128,5	102,2	
2014	106,5	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,0	132,1	107,5	
2014 III	108,3	75,1	10,5	114,3	175,8	96,8	95,4	132,0	104,7	
2014 IV	106,6	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,2	132,1	107,5	
	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										
2011	-3,3	-8,9	0,4	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,1	-3,6	-4,0	-2,2	-5,6	-4,0	-4,2	-2,1
2013	-0,7	-2,6	0,9	-2,6	-2,3	-1,3	-4,8	-14,9	-2,6	-2,5
2014	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
2014 III	0,0	-0,7	0,5	-2,7	-2,6	-1,2	-4,4	-12,8	-2,8	-2,9
2014 IV	-1,4	-0,7	,	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
Deuda pública										
2011	42,7	37,2	19,1	69,7	61,3	82,1	111,1	46,5	43,4	48,5
2012	40,9	39,8	21,9	67,4	66,5	81,5	125,8	53,7	52,1	52,9
2013	38,2	38,8	24,0	69,2	68,6	80,9	129,7	70,3	54,6	55,8
2014	40,0	40,9	23,6	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3
2014 III	40,4	38,1	23,3	71,7	69,0	80,8	132,2	77,7	55,4	58,2
2014 IV	40,0	40,9	,	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3

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) Saldo 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.