

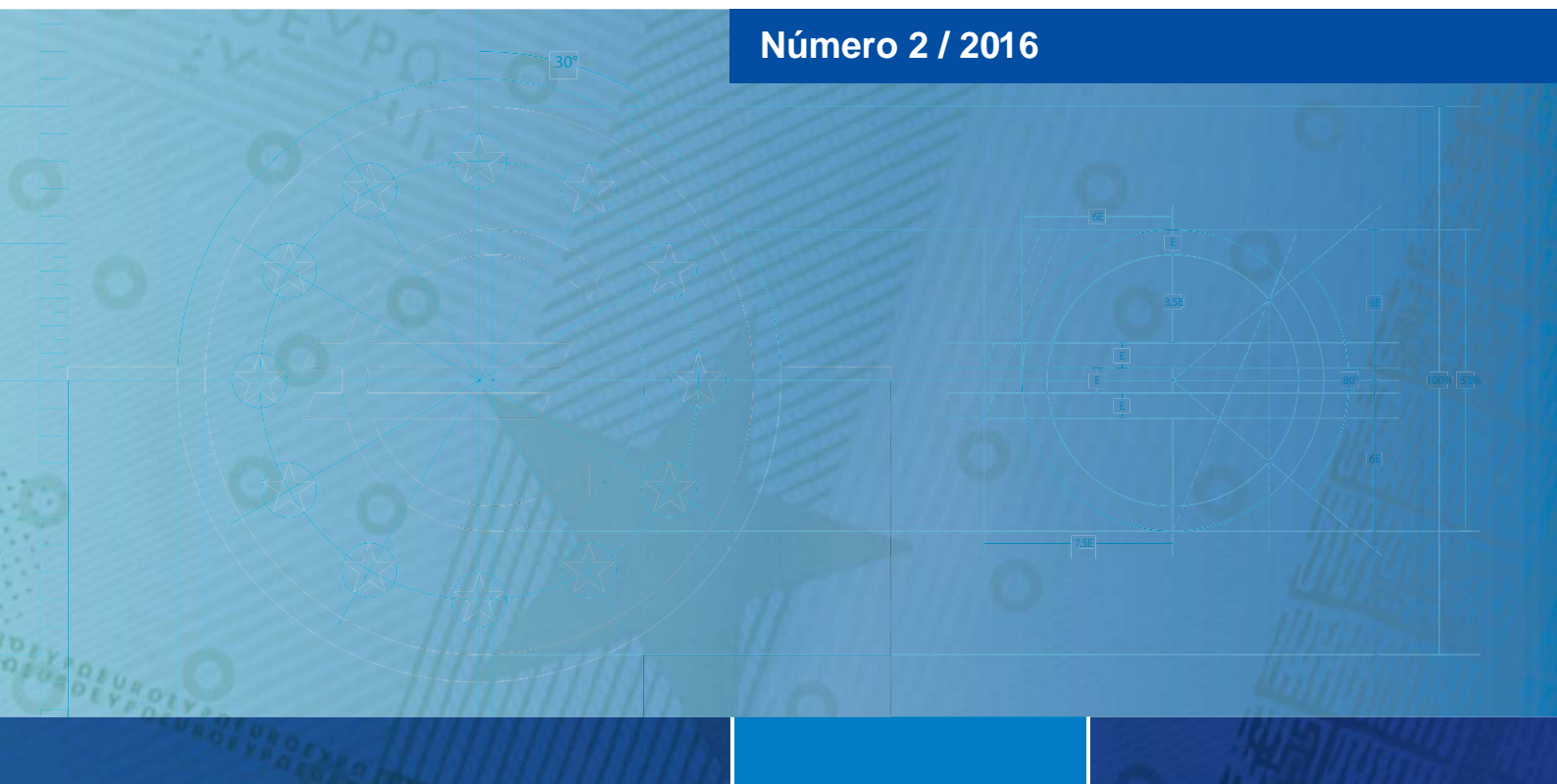


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 2 / 2016



Índice

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos	3
1 Entorno exterior	8
2 Evolución financiera	15
3 Actividad económica	18
4 Precios y costes	23
5 Dinero y crédito	28
6 Evolución de las finanzas públicas	33

Recuadros

1 La desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo en Estados Unidos: regularidades empíricas e implicaciones económicas	39
2 Tendencias actuales de los precios del petróleo	44
3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 28 de octubre de 2015 y el 26 de enero de 2016	47
4 Factores determinantes de la actividad relativamente intensa de los servicios en la zona del euro	52
5 El impacto del descenso de los precios del petróleo sobre el superávit por cuenta corriente de la zona del euro	56
6 Los precios del petróleo y los precios de consumo de la energía en la zona del euro	59
7 La relación entre el IAPC y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos	63
8 El procedimiento de desequilibrios macroeconómicos de 2016 y la implementación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015	67

Artículos

La transmisión de las perturbaciones en la actividad – El papel de las cadenas de producción internacionales	72
La inversión pública en Europa	75

Estadísticas	S1
---------------------	-----------

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria celebrada el 10 de marzo de 2016, y sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno realizó una evaluación exhaustiva de la orientación de la política monetaria, en la que también tuvo en cuenta las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE, que abarcan hasta el año 2018. Como resultado, el Consejo de Gobierno decidió adoptar un conjunto de medidas en aras de su objetivo de estabilidad de precios. Este amplio paquete de medidas aprovechará las sinergias entre los distintos instrumentos y se ha calibrado para relajar en mayor medida las condiciones de financiación, estimular la concesión de nuevos créditos y, por ende, reforzar el dinamismo de la recuperación económica de la zona del euro y acelerar el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 10 de marzo de 2016

La actividad económica mundial se moderó en torno al cambio de año y se espera que continúe creciendo a un ritmo discreto. Los bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y el aumento de la confianza sostienen las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, las perspectivas a medio plazo para las economías emergentes siguen siendo más inciertas. Las previsiones apuntan a que la actividad económica de China continuará desacelerándose, con efectos de contagio negativos a otras economías emergentes, especialmente las asiáticas, mientras que los países exportadores de materias primas han de seguir ajustándose a la reducción de los precios de estas materias. En este contexto, el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado significativamente en los últimos meses.

La volatilidad de los mercados financieros se ha intensificado en los últimos meses. Inicialmente, la preocupación en torno al crecimiento mundial contribuyó al descenso de los precios de los activos financieros de mayor riesgo entre principios de diciembre de 2015 y mediados de febrero. Sin embargo, más recientemente, estos descensos se han revertido en parte, al disminuir la inquietud de los inversores en un entorno de aumento de los precios del petróleo, de datos económicos mejores de lo esperado en Estados Unidos y de expectativas de estímulos de política monetaria adicionales en la zona del euro. Los rendimientos de la deuda soberana de los países con calificación crediticia más elevada registraron una nueva caída en los tres últimos meses.

La recuperación económica de la zona del euro continúa, aunque con un ritmo de crecimiento menor de lo esperado a principios de año como consecuencia de la mayor debilidad del entorno exterior. En términos intertrimestrales, el PIB real creció un 0,3% en el cuarto trimestre de 2015, respaldado por la demanda interna, pese a que se vio frenado por la contribución negativa de la demanda exterior neta. Los datos de opinión más recientes apuntan a un ritmo de crecimiento a principios de este año más débil de lo esperado.

De cara al futuro, se espera que la recuperación económica avance a un ritmo moderado. La demanda interna debería verse apoyada aún más por las medidas de política monetaria del BCE y por su efecto favorable sobre las condiciones de financiación, así como por las continuas mejoras en el empleo derivadas de las reformas estructurales realizadas en el pasado. Asimismo, los bajos precios del petróleo deberían prestar un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado, así como a los beneficios empresariales y a la inversión. Además, la orientación de la política fiscal de la zona del euro es ligeramente expansiva, en parte como reflejo de las medidas de ayuda a los refugiados. No obstante, la recuperación económica de la zona del euro continúa viéndose frenada por las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, la volatilidad de los mercados financieros, los ajustes necesarios en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,4% en 2016, del 1,7% en 2017 y del 1,8% en 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2015, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja, debido principalmente al empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. De acuerdo con el análisis del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados, en particular, con el aumento de la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y con el mayor alcance de los riesgos geopolíticos.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el -0,2 % en febrero de 2016, frente al 0,3% observado en enero. Todos los componentes principales del IAPC contribuyeron a este retroceso. Las tasas de inflación deberían recuperarse más adelante en 2016 y seguir avanzando posteriormente, favorecidas por las medidas de política monetaria del BCE y por las expectativas de recuperación económica.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,1 % en 2016, el 1,3% en 2017 y el 1,6% en 2018. En comparación

con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2015, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja, principalmente como consecuencia del descenso de los precios del petróleo en los últimos meses. El Consejo de Gobierno realizará un estrecho seguimiento de la fijación de precios y de la evolución de los salarios en la zona del euro, prestando especial atención a asegurar que el actual entorno de baja inflación no se traduzca en efectos de segunda vuelta sobre el proceso de fijación de precios y salarios.

Las medidas de política monetaria del BCE continúan transmitiéndose a las condiciones de concesión del crédito y siguen respaldando el crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito. El crecimiento monetario se ha mantenido sólido, mientras que el de los préstamos ha permanecido en la senda de recuperación gradual observada desde principios de 2014. Las fuentes internas de creación de dinero continúan siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Los bajos tipos de interés, así como los efectos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) y del programa ampliado de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) del BCE, han contribuido a mejorar la evolución monetaria y crediticia. Los costes de financiación de las entidades de crédito se han estabilizado en niveles próximos a sus mínimos históricos. Pese a la considerable heterogeneidad entre países, las entidades de crédito han trasladado sus favorables condiciones de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos. La mejora de las condiciones de concesión del crédito ha seguido favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras aumentó nuevamente en el cuarto trimestre de 2015, tras haberse estabilizado en los dos trimestres anteriores. En general, las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han mejorado sustancialmente las condiciones de financiación para las empresas y los hogares.

Decisiones de política monetaria

El Consejo de Gobierno consideró que el contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirmaba la necesidad de estímulos monetarios adicionales para asegurar el retorno de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2% sin excesiva demora. La situación económica y financiera había vuelto a deteriorarse desde la última reunión del Consejo de Gobierno de enero y los riesgos para el objetivo de estabilidad de precios a medio plazo de este órgano habían aumentado claramente, como indicaron asimismo las revisiones a la baja de la inflación y del crecimiento en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2016. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno decidió adoptar un conjunto de medidas en aras de su objetivo de estabilidad de precios.

- En primer lugar, por lo que respecta a los tipos de interés oficiales del BCE, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 5 puntos básicos, hasta el 0,00%, y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 5 puntos básicos, hasta el 0,25%. El tipo aplicable a la facilidad de depósito se rebajó en 10 puntos básicos, hasta el -0,40%.
- En segundo lugar, el Consejo de Gobierno decidió incrementar las compras mensuales en el marco del APP de 60 mm de euros a 80 mm de euros. Está previsto que estas compras continúen hasta el final de marzo de 2017 o hasta una fecha posterior, si fuera necesario, 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 tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Para garantizar la realización fluida y continuada de las compras de activos, el Consejo de Gobierno también decidió aumentar del 33% al 50% los límites por emisor y por emisión para las adquisiciones de valores emitidos por organismos internacionales y bancos multilaterales de desarrollo admitidos.
- En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió incluir los bonos denominados en euros con calificación de grado de inversión emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario establecidas en la zona del euro en la lista de activos admitidos para las adquisiciones regulares al amparo de un nuevo programa de compras de bonos corporativos. Estas adquisiciones reforzarán aún más la transmisión de las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema a las condiciones de financiación de la economía real. Las compras en el marco de este nuevo programa comenzarán hacia finales del segundo trimestre del presente año.
- En cuarto lugar, el Consejo de Gobierno decidió poner en marcha una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II, por sus siglas en inglés), que comenzarán en junio de 2016 y tendrán un plazo de vencimiento de cuatro años. Estas nuevas operaciones reforzarán la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE y fortalecerán la transmisión de la política monetaria incentivando aún más la concesión de crédito bancario a la economía real. Las entidades de contrapartida podrán obtener financiación por un importe total de hasta el 30% de la parte computable de sus préstamos a 31 de enero de 2016. El tipo de interés de las TLTRO II se mantendrá fijo durante el período de vigencia de cada operación en el tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema vigente en la fecha de adjudicación. Para las entidades de crédito cuya financiación neta supere un valor de referencia, el tipo de interés aplicado a las TLTRO II será inferior, y podrá ser tan bajo como el tipo de interés de la facilidad de depósito en la fecha de adjudicación. No se exigirán reembolsos anticipados de carácter obligatorio en el marco de las TLTRO II, y los importes obtenidos en las TLTRO I se podrán trasladar a las TLTRO II.

De cara al futuro, teniendo en cuenta las actuales perspectivas de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. Junto con las medidas adoptadas desde junio de 2014, el amplio paquete de decisiones de política monetaria aprobado en marzo de 2016 proporciona un importante estímulo monetario para contrarrestar el incremento de los riesgos para el objetivo de estabilidad de precios del BCE. Aunque es inevitable que las tasas de inflación sean muy bajas o incluso negativas en los próximos meses debido a las variaciones de los precios del petróleo, es fundamental evitar efectos de segunda vuelta asegurando el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2% sin excesiva demora. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de la evolución de las perspectivas de estabilidad de precios en el próximo período.

1 Entorno exterior

La actividad mundial se ralentizó en torno al cambio de año, pero se espera que continúe creciendo a un ritmo gradual. Los bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y el aumento de la confianza sostienen las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, las perspectivas de medio plazo para las economías emergentes siguen siendo más inciertas. En China, el crecimiento continúa desacelerándose, con efectos de contagio negativos a otras economías emergentes, especialmente a las asiáticas, mientras que los países exportadores de materias primas han de seguir ajustándose a la caída de los precios de estas materias.

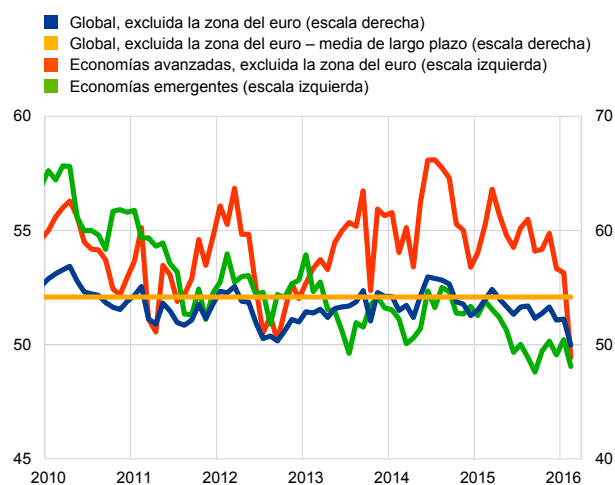
Actividad económica y comercio mundiales

La evolución de las economías avanzadas y de las emergentes a finales de 2015 resultó ser más débil de lo esperado. Se espera que la recuperación sea más gradual de lo previsto, confirmando que el ritmo de crecimiento continúa siendo débil. En Estados Unidos, la economía experimentó una acusada desaceleración en el último trimestre de 2015, tras el vigoroso crecimiento observado en el tercer trimestre. La economía japonesa también perdió impulso y se contrajo de nuevo en el cuarto trimestre. Entre las principales economías avanzadas, excluida la zona del euro, únicamente el Reino Unido parece haber seguido registrando un crecimiento robusto y sostenido en el segundo semestre del año. Asimismo, el crecimiento de las economías emergentes también perdió impulso en el último trimestre del año. Uno de los factores determinantes de esta contracción son las economías emergentes asiáticas, en parte como consecuencia del actual proceso de reequilibrio de la economía china. En América Latina, la actividad se ralentizó

hacia finales de 2015, principalmente como consecuencia de la profunda recesión de Brasil y, más en general, de los efectos adversos de los reducidos precios de las materias primas en los países productores de estas materias de la región.

Gráfico 1
Índice PMI compuesto de producción global

(Índice de difusión)



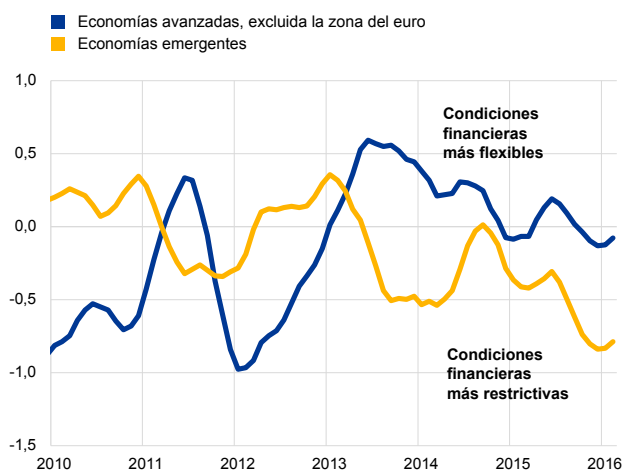
Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a febrero de 2016.

Los indicadores de actividad mundial confirman la moderación del crecimiento global en torno al cambio de año. El índice PMI compuesto de producción global (excluida la zona del euro) cayó de manera bastante acusada en febrero y se situó en niveles justo por encima del umbral de expansión (véase gráfico 1). Este descenso fue generalizado en las economías avanzadas y en las emergentes, y estuvo impulsado no solo por una evolución persistentemente moderada de las manufacturas a escala mundial, sino también por un retroceso significativo de la actividad en los servicios. Esto

Gráfico 2 Índices de condiciones financieras

(desviación típica, media cero; datos mensuales)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a febrero de 2016. Las economías emergentes son un agregado integrado por China, Rusia, Brasil, India y Turquía. Las economías avanzadas incluyen Estados Unidos, Reino Unido y Japón.

podría indicar que es posible que la actual debilidad de la actividad manufacturera a escala global se esté propagando al sector de servicios, que hasta ahora ha mostrado mayor capacidad de resistencia. Al mismo tiempo, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE apuntan a que hay signos de ralentización del crecimiento económico en el conjunto de la OCDE.

Tres factores clave han estado determinando las perspectivas mundiales; en concreto, el endurecimiento de las condiciones de financiación en las economías emergentes, la incertidumbre en torno a las perspectivas de China y la persistente debilidad de los precios de las materias primas.

El endurecimiento de las condiciones de financiación en las economías emergentes (véase gráfico 2) es evidente en el aumento de los rendimientos de la deuda pública, en la sustancial corrección a la baja

de los precios de las acciones y en las salidas netas de capitales de estos países en un entorno de elevada volatilidad en los mercados internacionales. Esta volatilidad estuvo asociada, en parte, a la creciente incertidumbre sobre las perspectivas económicas de China. Por último, la persistente debilidad de los precios de las materias primas (en particular, de los del petróleo) se ha ido interpretando de manera creciente como un signo de debilidad subyacente de la economía mundial.

En respuesta a las crecientes señales de debilidad a escala mundial, los mercados han retrasado las expectativas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y el Reino Unido. Desde la subida de los tipos de interés en Estados Unidos de diciembre de 2015, la curva de futuros sobre fondos federales de la Reserva Federal se ha desplazado significativamente hacia abajo, lo que apunta a que se espera que se retrase el endurecimiento adicional de la política monetaria en Estados Unidos. La política monetaria adoptó una orientación más restrictiva en algunas economías emergentes en respuesta a la subida de los tipos en Estados Unidos, especialmente en los países con estrechos vínculos comerciales con este país, como los de América Latina, así como en economías cuyas monedas están ligadas al dólar estadounidense.

Mientras que los descensos que experimentaron los precios de las materias primas durante 2015 se debieron en su mayor parte a un acusado aumento de la oferta, se ha atribuido mayor importancia al papel que han desempeñado los factores de demanda para explicar las recientes presiones a la baja sobre los precios del petróleo. La naturaleza de un *shock* de precios del petróleo puede tener repercusiones muy diferentes para la economía mundial (véase también recuadro 2). La caída de los precios del petróleo en el segundo semestre de 2014 y principios de 2015, impulsada en gran medida por la oferta, tuvo un impacto neto positivo en el PIB mundial, principalmente a través de dos canales:

i) una redistribución de la renta de los países productores a los países consumidores de petróleo, que luego mostraron una mayor propensión marginal al gasto, y ii) mejoras de la rentabilidad derivadas de los menores costes de los bienes intermedios energéticos, lo que estimuló la inversión y, por tanto, la oferta total de crudo en los países importadores netos de esta materia prima. Con todo, el cambio gradual hacia una caída de los precios más determinada por la demanda en la segunda mitad del año pasado requiere una interpretación más prudente. Aunque los bajos precios del petróleo todavía podrían tener un impacto positivo en los países importadores de crudo como consecuencia del incremento de la renta real, se espera que la mayor debilidad de la demanda exterior prácticamente contrarreste los efectos positivos de la bajada de los precios del crudo en la actividad. Además, el impacto negativo de los descensos adicionales de estos precios en los países exportadores ha sido más pronunciado de lo esperado. En algunos países, la gestión de los crecientes desequilibrios presupuestarios para amortiguar el impacto de la disminución de los precios del crudo puede ser una tarea compleja y podría traducirse en una contracción mayor de lo esperado de la demanda interna y exterior.

De cara al futuro, se prevé que la actividad económica mundial crezca a un ritmo gradual, respaldada por las actuales perspectivas de resistencia del crecimiento en las principales economías avanzadas, así como por el progresivo alivio de las profundas recesiones en las que están inmersas varias importantes economías emergentes. El mantenimiento de los bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y el aumento de la confianza de los consumidores sostienen las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, las perspectivas de medio plazo para las economías emergentes siguen siendo más inciertas. En China, el ritmo de crecimiento de la economía continúa ralentizándose, lo que está causando efectos de contagio negativos a otras economías emergentes, en especial a las asiáticas, mientras que los países exportadores de materias primas han de seguir ajustándose a la caída de los precios de estas materias. Con todo, el alivio gradual de las profundas recesiones que están sufriendo Rusia y Brasil debería respaldar el crecimiento mundial.

En Estados Unidos, los fundamentos económicos internos siguen siendo favorables. Se espera que el crecimiento se acelere a medida que la recuperación del mercado de trabajo se traduzca paulatinamente en aumentos de los salarios nominales, lo que, junto con la persistencia de unos precios del petróleo reducidos, favorece la renta real disponible y el consumo. La continuación de la recuperación del mercado de la vivienda y una orientación ligeramente expansiva de las finanzas públicas también deberían estimular la demanda interna, que se prevé que siga siendo el principal factor impulsor del crecimiento de la economía estadounidense. Al mismo tiempo, las condiciones crediticias y de financiación han pasado a ser algo más restrictivas a pesar de los bajos tipos de interés, mientras que la caída de los precios del crudo está restando algo de dinamismo a la inversión privada. Se espera que la demanda exterior neta continúe lastrando la actividad, debido a la apreciación del dólar estadounidense y a la debilidad del crecimiento de la demanda exterior.

En este contexto, en el recuadro 1 se analizan los principales factores de la desaceleración del crecimiento de la productividad en Estados Unidos y sus implicaciones económicas.

En el Reino Unido, la actividad económica continúa avanzando a un ritmo moderado. El crecimiento está impulsado en gran parte por el consumo, ya que los reducidos precios de la energía siguen contribuyendo al aumento de la renta real disponible. El crecimiento de la inversión continúa siendo positivo, aunque está disminuyendo en comparación con años anteriores, favorecido por la relajación de las condiciones crediticias. Sin embargo, el crecimiento podría verse frenado por la incertidumbre en torno al referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea, que se celebrará en junio de 2016. La demanda exterior neta constituyó un lastre para el crecimiento durante los dos últimos trimestres de 2015.

En Japón, la recuperación económica ha continuado siendo débil. Tras retomar una trayectoria de crecimiento moderado en el tercer trimestre de 2015, la economía se desaceleró de nuevo en el último trimestre, en un entorno de contracción de la demanda mundial y de escaso dinamismo del consumo privado. De cara al futuro, el crecimiento debería volver a registrar cifras positivas en 2016, ya que se espera que el consumo privado se recupere en un entorno de aumento de la renta real como consecuencia de las subidas salariales y del descenso de los precios del petróleo. También se prevé un repunte de las exportaciones, en un contexto de recuperación gradual de la demanda exterior.

El proceso de reequilibrio de la economía china está traduciéndose en una desaceleración gradual, ya que la caída de la inversión no se ha visto totalmente compensada con un aumento del gasto en consumo. Se espera que los bajos precios del petróleo y la fortaleza del consumo presten cierto apoyo a la economía en el corto plazo. Aunque la reciente corrección de las valoraciones excesivas en el mercado bursátil ha acrecentado la incertidumbre, no se considera que esto haya tenido repercusiones directas importantes en las perspectivas. Los recientes recortes de los tipos de interés oficiales, el moderado estímulo fiscal del Gobierno central y los esfuerzos por reducir las restricciones que afectan a las finanzas de las Administraciones Locales deberían influir positivamente en la demanda en el futuro. No obstante, en el medio plazo el ritmo de expansión podría verse ralentizado por los mayores esfuerzos por reducir el exceso de capacidad productiva en algunas industrias pesadas y por abordar la cuestión de los préstamos morosos relacionados, principalmente a través del canal de inversión.

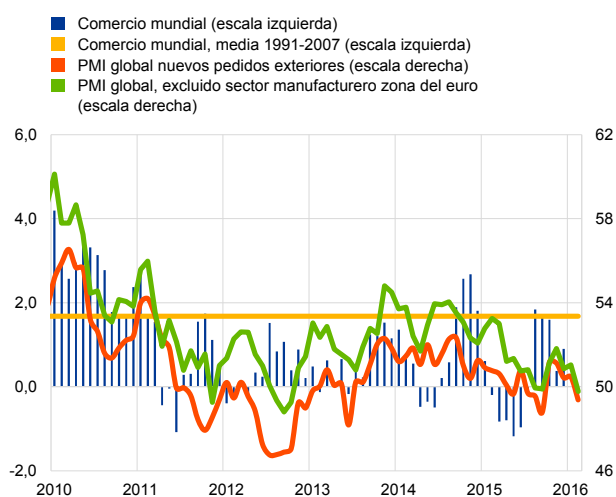
En los países de Europa Central y Oriental, las proyecciones indican que la actividad económica real seguirá siendo robusta, aunque desigual según los países. Los principales factores determinantes del crecimiento de la región continúan siendo el dinamismo del consumo privado, que se beneficia del avance de la renta real disponible en un entorno de baja inflación, y el fuerte crecimiento de la inversión respaldado por fondos estructurales de la UE.

En cambio, los países exportadores de materias primas siguen afrontando las consecuencias del sostenido descenso de los precios de estas materias.

En Rusia, que continúa sumida en una profunda recesión, los costes de financiación siguen siendo elevados, pese a la relajación de las condiciones financieras durante 2015. La nueva caída de los precios del petróleo incrementó las presiones depreciatorias sobre el rublo, lo que podría provocar un aumento de la inflación, mientras que la caída de los ingresos procedentes del petróleo continúa frenando el gasto público. La incertidumbre sigue siendo elevada, y la confianza empresarial, débil. En América Latina, la desaceleración económica de Brasil se ha intensificado de forma acusada. La incertidumbre política, el deterioro de la relación real de intercambio en un contexto de disminución de los precios de las materias primas y el endurecimiento de la política monetaria y de las condiciones de financiación están afectando a la actividad económica. Sin embargo, de cara al futuro se espera un alivio de las profundas recesiones que están experimentando Brasil y Rusia, en un entorno de estabilización de sus respectivas monedas y de los precios de las materias primas.

Gráfico 3
Comercio mundial de bienes

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a febrero de 2016 para los PMI y a diciembre de 2015 para el comercio mundial.

Parece que el comercio mundial volvió a perder impulso en torno al cambio de año, tras haber retornado a un crecimiento positivo en el segundo semestre de 2015.

Las importaciones mundiales de bienes y servicios (excluida la zona del euro) se incrementaron un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, tras una caída del 0,9 % en el segundo (véase gráfico 3). Este repunte refleja, en cierta medida, una corrección de las bajas cifras registradas en algunas economías avanzadas y emergentes, como el Reino Unido, Japón y China, que fue resultado principalmente de la volatilidad de los datos. Al mismo tiempo, se debe a unos retrocesos algo menos pronunciados en Brasil y en Rusia, países en los que la acusada reducción de las importaciones puede explicarse en gran parte por la atonía de la demanda interna y la depreciación del tipo de cambio. Con todo, los datos iniciales sobre comercio y las encuestas correspondientes al cuarto trimestre

sugieren que el ritmo de crecimiento del comercio mundial se está desacelerando de nuevo. El avance de las importaciones mundiales de bienes retrocedió hasta el 0,7 % (en tasa intertrimestral) en noviembre, frente al 1,7 % de octubre. El ritmo de crecimiento de las importaciones volvió a ser negativo en las economías emergentes, como consecuencia del acusado retroceso observado en los países emergentes de Asia (así como en Oriente Próximo y en África). En cambio, el crecimiento de las importaciones mantuvo mayor vigor en las economías avanzadas, aunque también se moderó ligeramente a partir de octubre. Además, el índice global de nuevos pedidos exteriores se redujo en febrero hasta situarse en 49,4, frente al 50,4 del mes precedente, lo que apunta a una renovada debilidad del crecimiento del comercio mundial en torno al cambio de año.

En general, las perspectivas de crecimiento mundial siguen apuntando a una recuperación gradual y desigual.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2016, se prevé que el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, aumente solo de forma muy gradual desde el 3,1 % de 2015 hasta el 3,2 % en 2016, el 3,8 % en 2017 y el 3,9 % en 2018. En cuanto a la demanda exterior de la zona del euro, se espera que se incremente desde el 0,4 % de 2015 hasta el 2,2 % en 2016, el 3,8 % en 2017 y el 4,1 % en 2018. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2015, esto constituye una revisión a la baja del crecimiento mundial, reflejo de las perspectivas menos favorables de lo esperado tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Las revisiones relacionadas con la demanda exterior de la zona del euro son básicamente acordes con las relativas al crecimiento mundial.

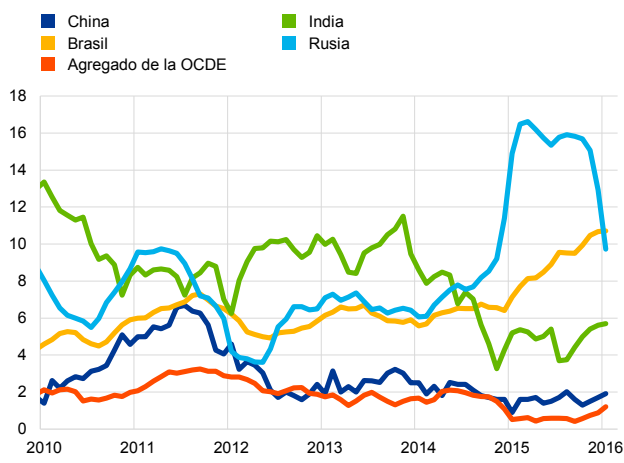
Los riesgos para las perspectivas relativas a la actividad mundial continúan situándose a la baja, especialmente para las economías emergentes.

Un importante riesgo a la baja está relacionado con una desaceleración más pronunciada en las economías emergentes, incluida China. El endurecimiento de las condiciones financieras y la intensificación de la incertidumbre política podrían exacerbar los desequilibrios macroeconómicos existentes, minar la confianza y desacelerar el crecimiento en mayor medida de lo esperado. La incertidumbre política acerca de la transición económica de China puede provocar un aumento de la volatilidad financiera a escala mundial. Los riesgos geopolíticos también siguen afectando a las perspectivas. Por último, la persistencia de los reducidos precios del petróleo está exacerbando los desequilibrios presupuestarios y suscitando dudas sobre la estabilidad financiera de algunos de los principales países exportadores de crudo.

Evolución mundial de los precios

Gráfico 4
Inflación de los precios de consumo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y OCDE.

Nota: La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

La inflación mundial se ha incrementado en los últimos meses, aunque se mantiene en niveles bastante reducidos, en general.

La inflación interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE aumentó de nuevo en enero, hasta el 1,2 %, desde el 0,9 % de diciembre, debido principalmente a una contribución menos negativa de los precios de la energía (véase gráfico 4). Aunque la inflación todavía permanece en niveles reducidos, esta evolución representa un incremento significativo con respecto al último trimestre de 2015 (en el que, en promedio, se situó en el 0,7 %). En los países de la OCDE, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo invariable en el 1,9 %, en comparación con el mes anterior, solo ligeramente por encima de la tasa observada en el último trimestre de 2015 (un 1,8 %, en promedio). En enero, los precios de

la energía continuaron descendiendo por decimoséptimo mes consecutivo (un -5,3% en tasa interanual), pero a un ritmo más lento, mientras que la tasa de variación de los precios de los alimentos básicamente no varió. En los distintos países, la inflación general aumentó en Canadá, el Reino Unido y Estados Unidos, mientras que en Japón cayó hasta situarse en territorio negativo. Entre las principales economías no pertenecientes a la OCDE, la inflación general se incrementó en China, pero disminuyó en India y Rusia, al tiempo que, en Brasil, la inflación interanual se mantuvo invariable en tasas de dos dígitos.

Tras descender hasta situarse, a finales de enero, en los niveles más bajos de los doce últimos años, los precios del petróleo se han recuperado ligeramente desde entonces.

Los precios del crudo descendieron de nuevo entre mediados de octubre de 2015 y finales de enero de 2016, en un contexto de exceso de oferta en el mercado de petróleo y de debilitamiento de la demanda de esta materia prima. Por el lado de la oferta, la decisión adoptada en diciembre por la OPEP de mantener las actuales cotas de producción en niveles récord y la capacidad de resistencia de la producción de los países no pertenecientes a la OPEP impulsaron la evolución a la baja. Más recientemente, las conversaciones sobre un acuerdo entre la OPEP y los países productores que no son miembros de esta organización para congelar la producción y mantenerla en los niveles de enero, así como las perturbaciones de oferta en Irak y Nigeria, contribuyeron a una ligera recuperación. Como consecuencia de la mayor volatilidad, los precios del crudo subieron en febrero y principios de marzo. El mercado mundial de petróleo continúa registrando un exceso de oferta como resultado de: i) la escasa probabilidad de que los países de la OPEP y los países productores no pertenecientes a esta organización apliquen un recorte de la producción concertado; ii) el regreso de Irán al mercado global de crudo, y iii) el debilitamiento de la demanda de petróleo. Los países de la OPEP siguen produciendo a niveles casi históricos, y la producción de los países que no forman parte de esta organización también sigue siendo elevada, con Rusia produciendo a niveles históricamente elevados, aunque la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos está mostrando señales de acusado descenso. Las existencias de petróleo de los países de la OCDE aumentaron de nuevo y alcanzaron niveles récord al final del cuarto trimestre de 2015. Los precios de las materias primas no energéticas se han incrementado levemente desde finales de enero, como consecuencia de las subidas de los precios de los metales.

Se espera que la inflación mundial se mantenga en niveles moderados en el medio plazo.

Por un lado, los bajos precios del petróleo y de otras materias primas deberían atenuar en mayor medida las presiones inflacionistas en el corto plazo. Al mismo tiempo, el hecho de que las brechas de producción se estén cerrando lentamente en las economías avanzadas y se estén ampliando en varias economías emergentes indica que todavía existe una holgada capacidad productiva sin utilizar a escala mundial, que se prevé que continuará afectando a la inflación subyacente a escala global en el medio plazo. Por otro lado, la pendiente ascendente de la curva de futuros del petróleo implica que los precios del crudo aumentarán de forma significativa en el medio plazo.

2 Evolución financiera

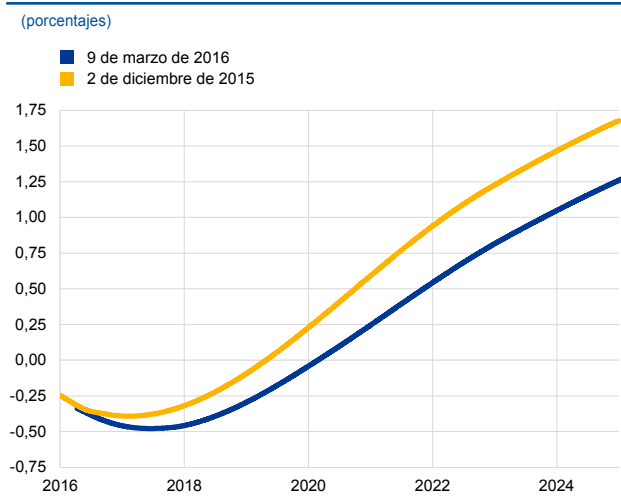
Los últimos meses se han caracterizado por la elevada volatilidad de los mercados financieros. La preocupación en torno al crecimiento mundial y la nueva caída de los precios del petróleo contribuyeron al descenso de los precios de los activos financieros de mayor riesgo entre principios de diciembre de 2015 y mediados de febrero. Posteriormente, estos descensos se revirtieron en parte, dado que el aumento de los precios del petróleo, los datos económicos mejores de lo esperado en Estados Unidos y las expectativas de estímulos de política monetaria adicionales en la zona del euro atenuaron la inquietud de los inversores. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro retrocedieron, en conjunto, en torno a un 12% en el período analizado (entre el 2 de diciembre de 2015 y el 9 de marzo de 2016), habiendo anotado una caída temporal de más del 20% a mediados de febrero. Al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda soberana con calificaciones más elevadas disminuyeron, al buscar los inversores activos más seguros.

Entre principios de diciembre de 2015 y mediados de febrero de 2016, la preocupación en torno al crecimiento mundial y la nueva caída de los precios del petróleo contribuyeron al pronunciado descenso de los precios de los activos de riesgo, que posteriormente se revirtió en parte.

La preocupación por el crecimiento mundial se intensificó a comienzos de 2016, en un entorno de acusado retroceso de las cotizaciones bursátiles en China y de los precios del petróleo. Esta preocupación también se vio alimentada por los indicadores económicos negativos de la zona del euro y de Estados Unidos, que se tradujeron en un ajuste a la baja de los precios de los activos financieros. Entre mediados de febrero y principios de marzo, la subida de los precios del petróleo, los indicadores económicos mejor de lo esperado en Estados Unidos y las expectativas de estímulos de política monetaria adicionales en la zona del euro contribuyeron al repunte parcial de los precios de los activos de mayor riesgo. También se apreciaron amplias fluctuaciones en los índices de volatilidad bursátil, que aumentaron significativamente hasta mediados de febrero, antes de retroceder ligeramente hacia finales del período analizado.

El eonia descendió durante el período considerado tras la decisión del Consejo de Gobierno de reducir el tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, hasta el -0,30%, en diciembre de 2015. Tras situarse en un intervalo de entre -13 y -15 puntos básicos durante la semana anterior a que fuera efectiva la rebaja de tipos de interés de diciembre de 2015, el eonia permaneció en un rango de entre -22 y -25 puntos básicos, salvo por un ascenso de carácter temporal registrado a finales de 2015, debido al aumento de la demanda de liquidez. El descenso del eonia se produjo en un entorno de incremento del exceso de liquidez en el contexto de las compras realizadas en el marco del programa ampliado de compra de activos. En el recuadro 3 se presenta información más detallada sobre la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria de la zona del euro.

Gráfico 5
Tipos *forward* del eonia



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

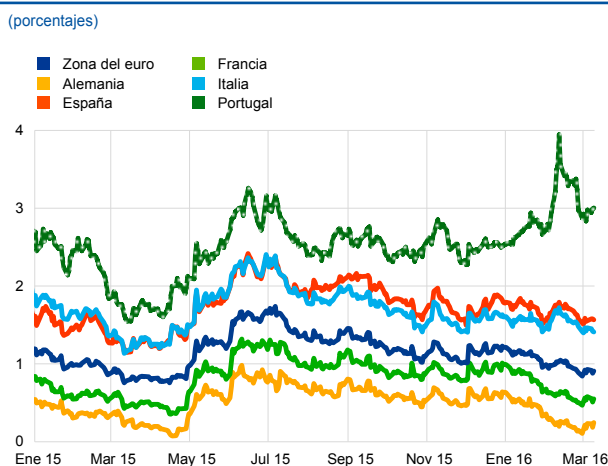
de política monetaria adicionales por parte del BCE, y se vio reforzada por el aumento de la incertidumbre global, que dio lugar a cambios en la demanda a favor de activos más seguros, incluidos los que están estrechamente ligados a los tipos del eonia.

La media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro se redujo 11 puntos básicos entre principios de diciembre y el 9 de marzo (véase gráfico 6).

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se incrementaron inicialmente tras la reunión del Consejo de Gobierno del BCE de principios de diciembre. A partir de comienzos de enero de 2016, la intensificación de la incertidumbre global y el aumento de las

expectativas de los mercados de nuevos estímulos de política monetaria en la zona del euro ejercieron presiones a la baja sobre los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro, haciendo que se revirtiera con creces el incremento observado en diciembre. En conjunto, la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro se redujo 11 puntos básicos entre principios de diciembre de 2015 y comienzos de marzo, y se situó en el 0,9% el 9 de marzo.

Gráfico 6
Rendimientos de la deuda soberana a diez años en algunos países de la zona del euro



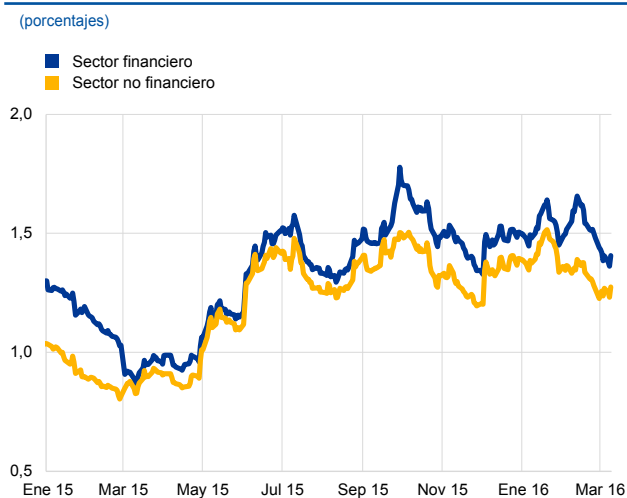
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: «Zona del euro» se refiere a la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La observación más reciente corresponde al 9 de marzo de 2016.

Los rendimientos de la deuda soberana registraron ciertas divergencias entre países, observándose los descensos más importantes en los países con calificación más elevada.

En cambio, los rendimientos de la deuda de la mayoría de los países con calificación más baja se mantuvieron sin variación o aumentaron de forma ligera en el mismo período.

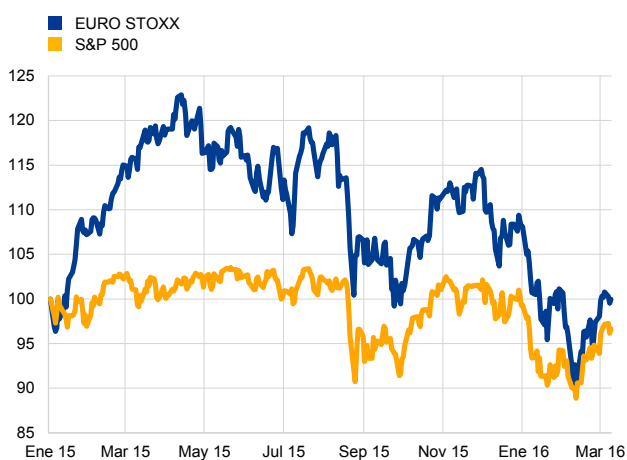
Gráfico 7
Rendimientos de los valores de renta fija privada en la zona del euro



Fuentes: iBoxx y BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde al 9 de marzo de 2016.

Gráfico 8
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde al 9 de marzo de 2016.

En Portugal, estos rendimientos fluctuaron significativamente, como reflejo de la preocupación de los mercados por los presupuestos públicos y el calendario de reformas del nuevo Gobierno.

La desinversión global en activos de riesgo también afectó a los valores de renta fija privada, habiendo aumentado en mayor medida los diferenciales de los bonos con calificación más baja que los de los bonos con calificación más elevada. Mientras que los diferenciales de renta fija privada se ampliaron, los rendimientos de la renta fija privada del sector financiero y no financiero registraron volatilidad, pero permanecieron más o menos sin variación, en conjunto, durante el período analizado (véase gráfico 7), dado que el aumento de los diferenciales de crédito fue contrarrestado, en promedio, por la disminución de los tipos de interés sin riesgo. Los rendimientos de los valores de renta fija tanto del sector financiero como del no financiero se mantienen muy bajos desde una perspectiva a más largo plazo.

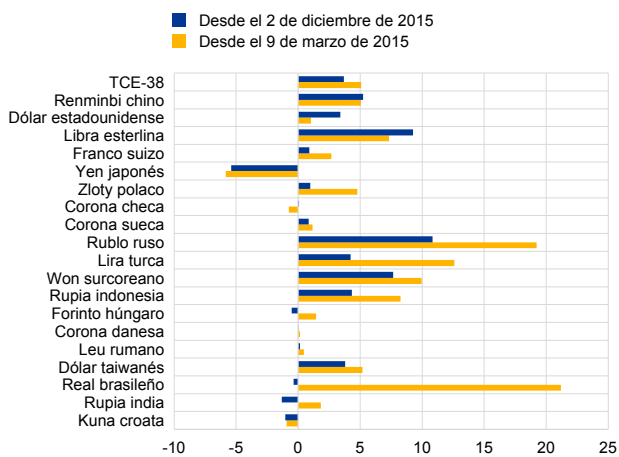
Los mercados bursátiles de la zona del euro se fortalecieron hacia finales del período considerado, tras haber retrocedido sustancialmente entre principios de diciembre y mediados de febrero. Los precios de las acciones de la zona del euro, medidos por el índice EURO STOXX amplio, disminuyeron en torno a un 21 % entre principios de diciembre y el 11 de febrero (véase gráfico 8) ante el aumento de la incertidumbre global. Entre el 11 de febrero y el 9 de marzo, las cotizaciones bursátiles avanzaron de nuevo, lo que se tradujo en un descenso total del 12 % durante el período analizado. Antes de la recuperación de las

cotizaciones, los valores bancarios de la zona del euro perdieron significativamente más que el total del mercado, ya que afloraron inquietudes acerca de la rentabilidad general de este sector, que se unieron a determinados acontecimientos en entidades de crédito o países específicos. En concreto, el índice EURO STOXX de banca cayó un 35 % entre comienzos de diciembre y mediados de febrero, y después avanzó ligeramente hacia finales del período analizado, lo que supuso un retroceso total del 22 %, aproximadamente. En los mercados de renta variable de Estados Unidos se observaron fluctuaciones similares, aunque más leves, y el índice S&P 500 registró una caída total de solo el 4 %.

Gráfico 9

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(variaciones porcentuales)



Fuente: BCE.

Notas: Variaciones porcentuales con respecto al 9 de marzo de 2016. 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 tipo de cambio efectivo del euro se apreció significativamente en los tres meses analizados.

En términos efectivos, el euro se apreció notablemente entre principios de diciembre de 2015 y mediados de febrero de 2016, en un entorno de intensificación de la incertidumbre global. Desde entonces, la moneda única se ha depreciado ligeramente en términos efectivos y frente al dólar estadounidense, en un contexto de ampliación de los diferenciales de rendimiento de la deuda a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro y de expectativas de estímulos de política monetaria adicionales por parte del BCE. En total, ponderado por el comercio, el euro se revalorizó un 3,7 % en el período analizado (véase gráfico 9). En términos bilaterales, el euro se apreció un 3,4 % frente al dólar estadounidense durante el mismo período. El aumento de la incertidumbre en torno al referéndum en el Reino Unido sobre su permanencia en la UE afectó a la libra

esterlina, lo que se tradujo en una apreciación del euro frente a esta moneda del 9,3 %. El euro también se fortaleció significativamente frente al rublo ruso, el renminbi chino y las monedas de las economías emergentes y de los países exportadores de materias primas. El yen japonés se vio respaldado por la mayor volatilidad y el menor apetito por el riesgo, lo que hizo que el euro se depreciara un 5,4 % frente a la moneda japonesa.

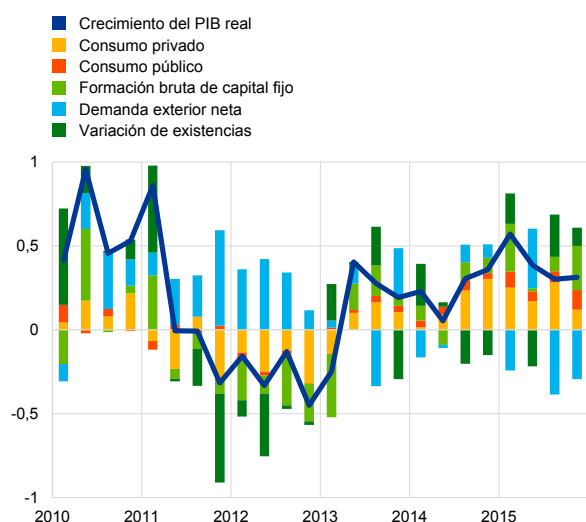
3 Actividad económica

La recuperación económica de la zona del euro continúa, aunque su crecimiento mostró señales de moderación a principios del año debido a la mayor debilidad del entorno exterior. En términos intertrimestrales, el PIB real creció a una tasa del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2015, sin variación con respecto al trimestre anterior. Los indicadores de opinión más recientes apuntan a un ritmo de crecimiento a comienzos de 2016 más débil de lo esperado. Posteriormente, se espera que la recuperación económica continúe avanzando a un ritmo discreto. La demanda debería sustentarse además en las medidas de política monetaria del BCE y su impacto favorable en las condiciones de financiación, la orientación ligeramente expansiva de la política fiscal y el efecto favorable en el empleo de las reformas estructurales realizadas en el pasado. El bajo precio del petróleo debería prestar apoyo adicional a la renta real disponible de los hogares y a la rentabilidad de las empresas y, por ende, al consumo privado y la inversión. No obstante, la recuperación económica continúa viéndose frenada por las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, la volatilidad de los mercados financieros, los ajustes necesarios en los balances de algunos sectores

y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016 prevén un crecimiento del PIB real de la zona del euro algo más bajo —del 1,4%— en 2016 (revisado a la baja desde el 1,7%), del 1,7% en 2017 (revisado a la baja desde el 1,9%) y del 1,8% en 2018.

Gráfico 10
PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones intertrimestrales en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

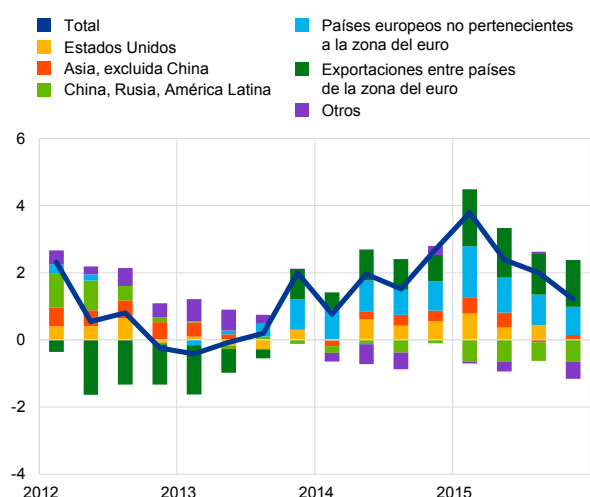
Nota: Los datos más recientes corresponden al cuarto trimestre de 2015.

La recuperación económica de la zona del euro continúa, pero los acontecimientos a escala mundial están afectando a las perspectivas a corto plazo.

En términos intertrimestrales, el PIB real creció a una tasa del 0,3% en el cuarto trimestre de 2015, sin variación con respecto al trimestre anterior, y continuó beneficiándose de las contribuciones positivas del consumo privado, aunque en menor medida que en el trimestre anterior, del repunte de la inversión y del aumento sostenido del consumo público (véase gráfico 10)¹. Así pues, el nivel del producto se situó alrededor de un 3% por encima de su mínimo reciente y solo un 0,2% por debajo del máximo registrado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. En el conjunto de 2015, el PIB real creció un 1,6%, el avance más pronunciado desde 2011.

Gráfico 11
Total exportaciones de bienes de la zona del euro

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



Fuente: Eurostat.

Notas: La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015. El cuarto trimestre en los países de la UE corresponde a datos de octubre y noviembre.

La desaceleración registrada en las economías emergentes afectó negativamente al crecimiento de las exportaciones de la zona del euro a lo largo de 2015 y las dificultades continuaron cobrando fuerza en el último trimestre.

La desaceleración de China, la débil demanda en Rusia y la recesión de Brasil continuaron lastrando las exportaciones de bienes de la zona del euro (véase gráfico 11). Como consecuencia, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real en el último trimestre de 2015 fue negativa (−0,3 puntos porcentuales). Aunque la ralentización de la demanda en algunas grandes economías emergentes, como China, tuvo efectos adversos en la actividad de la zona del euro, es probable que el impacto a través del canal del comercio no sea tan acusado como indicarían las cifras de comercio tradicionales medidas en términos brutos². La desaceleración del crecimiento de los

¹ En la segunda publicación de Eurostat de los datos sobre las cuentas nacionales de la zona del euro, el PIB real para el primer y para el segundo trimestre de 2015 se revisó al alza en 0,1 puntos porcentuales en ambos casos.

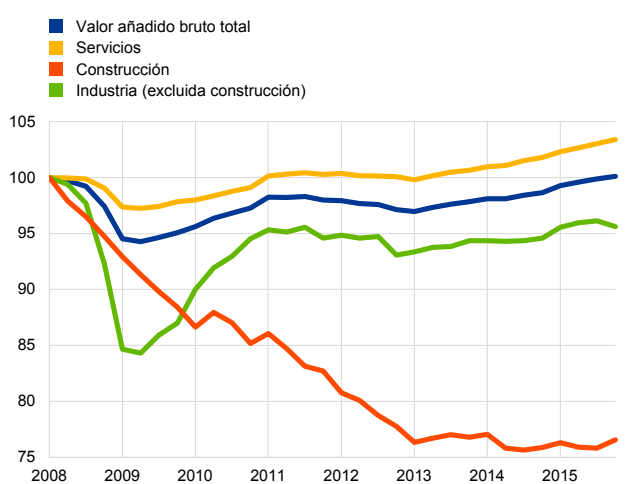
² Véase el artículo titulado «La transmisión de las perturbaciones en la actividad – El papel de las cadenas de producción internacionales» en esta edición del *Boletín Económico*.

mercados emergentes en el transcurso de 2015 quedó compensada, en parte, por la fuerte demanda interna de la zona del euro, que sustentó el comercio entre países de la zona. Además, la demanda procedente de otras economías avanzadas (particularmente, europeas) también fue relativamente intensa y, combinada con la evolución favorable del tipo de cambio del euro a partir de mediados de 2014, respaldó el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro, lo que se tradujo en significativos aumentos de las cuotas de exportación de los exportadores de la zona del euro.

Tanto los pedidos exteriores como los indicadores de sentimiento económico apuntan a una evolución del comercio mundial bastante falta de dinamismo a corto plazo. Además, el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado en los primeros meses de 2016, lo que atenuará más adelante el impacto favorable de la anterior depreciación de la moneda (2014-2015). No obstante, se espera que, a medida que se vaya recuperando la actividad mundial, el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro aumente y cobre más impulso, en línea con la demanda exterior.

Gráfico 12
Valor añadido bruto real de la zona del euro por actividad económica

(Índice: I TR 2008 = 100)



Fuente: Eurostat.

A escala sectorial, el valor añadido de los servicios ha superado el nivel registrado antes de la crisis, si bien la industria y la construcción aún no han conseguido (véase gráfico 12). La actual

recuperación económica ha estado impulsada, en gran medida, por el consumo privado y, por tanto, ha beneficiado al sector servicios, cuyo valor añadido se sitúa actualmente un 3 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis³. El crecimiento del valor añadido de la industria (excluida la construcción) en 2015 se vio frenado por la debilidad del entorno exterior y ahora se sitúa por debajo del máximo registrado antes de la crisis. El valor añadido de la construcción, que sufrió un considerable descenso debido a las importantes correcciones del mercado de la vivienda tras la crisis de 2008-2009 en algunos países, se ha estabilizado en niveles bajos. En el cuarto trimestre de 2015, el crecimiento del valor añadido siguió aumentando en el sector servicios

y repuntó algo en el de la construcción, tras las condiciones climatológicas relativamente suaves que favorecieron la actividad de este sector en algunos países de la zona del euro. Al mismo tiempo, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) se redujo.

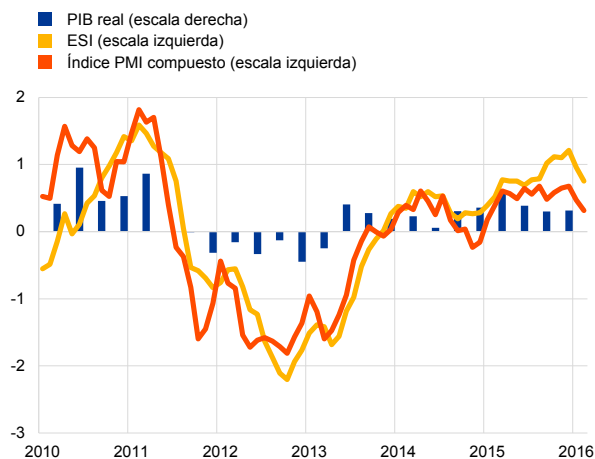
Los datos de las encuestas de opinión disponibles hasta febrero apuntan a un crecimiento moderado a principios de año. Tanto el indicador de sentimiento

³ Véase también el recuadro titulado «Factores determinantes de la actividad relativamente intensa de los servicios en la zona del euro» en esta edición del *Boletín Económico*.

Gráfico 13

PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico e índice PMI compuesto de producción

(escala izquierda: índice de difusión y saldos netos; escala derecha: tasas de variación intertrimestral)



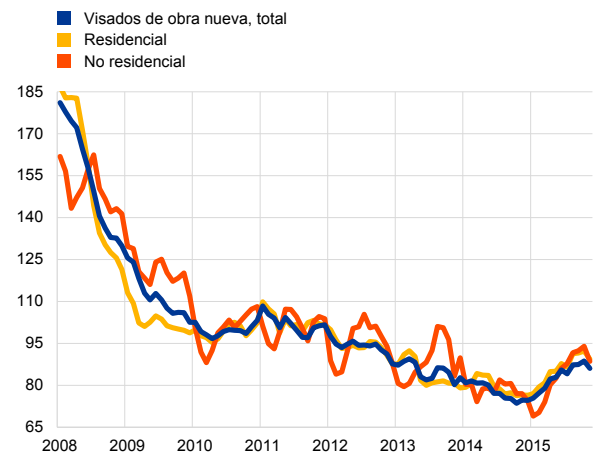
Fuentes: Markit, DG-ECFIN y Eurostat.

Notas: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2015 para el PIB real, a enero de 2016 para el indicador ESI y a febrero de 2016 para el índice PMI compuesto. El indicador ESI y el índice PMI compuesto están normalizados.

Gráfico 14

Visados de obra nueva

(índice, 2010 = 100, medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La serie están desestacionalizadas, con la excepción de los visados de obra nueva no residencial, que no están desestacionalizados.

económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea como el índice PMI compuesto de producción descendieron durante los dos primeros meses de 2016 (véase gráfico 13), aunque se mantienen por encima de sus respectivos niveles medios de largo plazo. La caída de la confianza ha sido bastante generalizada en los distintos sectores de actividad y en los hogares, y está relacionada con las expectativas de demanda y de producción, así como con la valoración por parte de los hogares de su actual situación económica.

El crecimiento de la inversión cobró impulso en el cuarto trimestre, muy probablemente apoyado tanto en la inversión en construcción como en la inversión, excluida la construcción. El crecimiento

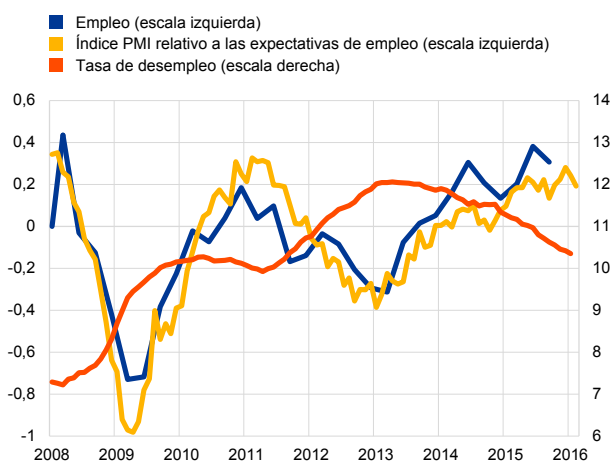
de la inversión, tras haber registrado un débil avance en el segundo y tercer trimestre de 2015, repuntó en el cuarto trimestre con carácter relativamente generalizado en los distintos países de la zona del euro. De cara al futuro, se espera que la inversión, excluida la construcción, se recupere como resultado del gradual fortalecimiento de la demanda, de la mejora de los márgenes empresariales y de la continua reducción de la capacidad productiva sin utilizar. Las condiciones de financiación también están mejorando y las empresas de la zona del euro deberían tener a su disposición abundante efectivo para la inversión. Del mismo modo, las condiciones de financiación muy favorables y los bajos tipos de interés hipotecarios, junto con el aumento de la renta disponible de los hogares, deberían impulsar la demanda de inmuebles residenciales en los próximos meses y respaldar la inversión en construcción. De hecho, las señales de fortalecimiento de los mercados de la vivienda y el incremento de las solicitudes de visados de obra nueva en algunos países tienden a confirmar este panorama (véase

gráfico 14). Además, los indicadores de opinión relativos al sector de la construcción disponibles a principios de 2016 apuntan a un mayor ritmo de crecimiento subyacente de la inversión en dicho sector. No obstante, la necesidad de desapalancamiento adicional de las empresas en algunos países, la reciente volatilidad de los mercados financieros, las perspectivas de crecimiento menos favorables de las economías emergentes y las menores expectativas de crecimiento a largo plazo de los inversores podrían ralentizar la recuperación de la inversión.

El consumo privado, que ha sido el principal factor determinante de la recuperación actual, se redujo a finales de 2015. Esta reducción se debió en parte al efecto moderador de unas temperaturas relativamente suaves sobre las ventas de prendas de temporada y el consumo de energía, así como a los ataques terroristas perpetrados en noviembre en París. Los datos relativos al comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles de enero señalan un repunte del gasto en consumo y tienden a confirmar que la desaceleración del crecimiento del consumo privado registrada en el último trimestre de 2015 fue temporal. Desde una perspectiva más amplia, el gasto en consumo se ha visto favorecido por el incremento de la renta real disponible de los hogares, atribuible fundamentalmente al aumento del empleo, al descenso de los precios del petróleo y a una ratio de ahorro bastante estable. Además, los balances de los hogares presentan gradualmente mayor disponibilidad de fondos, y la confianza de los consumidores se ha mantenido relativamente sólida debido a la disminución de las tasas de desempleo.

Gráfico 15
Empleo, expectativas de empleo y tasa de desempleo

(tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, DG-ECFIN y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2015 para el empleo, a enero de 2016 para la tasa de desempleo y a febrero de 2016 para el índice PMI relativo a las expectativas de empleo.

La tasa de desempleo de la zona del euro ha seguido descendiendo, pero continúa siendo elevada.

En enero de 2016, dicha tasa se situó en el 10,3%, su nivel más bajo desde mediados de 2011 (véase gráfico 15). El empleo ha ido aumentando de forma continuada desde 2013 y el empleo total de la zona del euro se incrementó en más de dos millones de ocupados en el tercer trimestre de 2015. Sin embargo, desde la crisis se ha producido una divergencia entre el empleo y el total de horas trabajadas, debida fundamentalmente al descenso cíclico de las horas de trabajo de los asalariados a tiempo completo y al mayor recurso a trabajadores a tiempo parcial, sobre todo en el sector servicios. Los indicadores más amplios del grado de holgura del mercado de trabajo —que también tienen en cuenta a los sectores de la población que se ven obligados a trabajar a tiempo parcial o que se han retirado del

mercado de trabajo— se mantienen en niveles altos. Habida cuenta de que actualmente hay alrededor de siete millones de trabajadores (el 5% de la población activa) que se ven obligados a trabajar a tiempo parcial ante la falta de empleo a tiempo completo y más de 6 millones de trabajadores desanimados (que han dejado de buscar empleo y se han retirado del mercado laboral), es probable que el mercado de trabajo de la zona del euro presente un mayor grado de holgura de lo que sugiere la tasa de desempleo por sí misma.

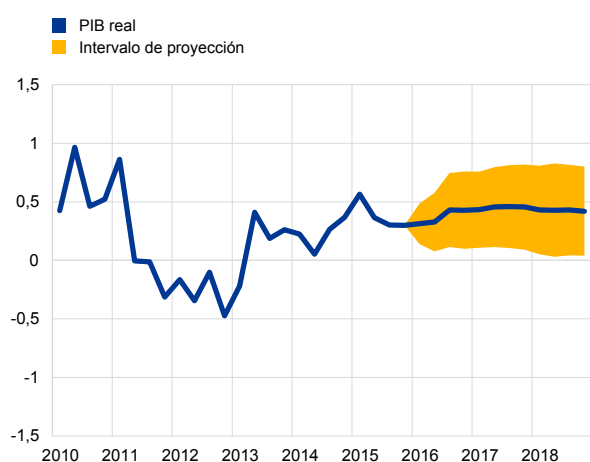
Se prevé que la recuperación económica se fortalezca, aunque se verá frenada por una demanda exterior más débil de lo previsto.

Los efectos adversos derivados del menor crecimiento de las economías emergentes, el fortalecimiento del tipo de cambio efectivo del euro, el debilitamiento de la confianza y el aumento de la volatilidad de los mercados financieros lastrarán la actividad

de la zona del euro a corto plazo. Posteriormente, la recuperación, impulsada por la demanda interna, debería seguir estando respaldada por los efectos de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE, que continúan transmitiéndose a la economía real, como indica la relajación adicional de las condiciones crediticias. La demanda interna debería verse apoyada adicionalmente por la mejora de los mercados de trabajo, el descenso de los precios del petróleo, la orientación

Gráfico 16
PIB real de la zona del euro (incluidas las proyecciones)

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2016 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 10 de marzo de 2016.

ligeramente expansiva de la política fiscal y un eventual repunte de la demanda exterior de la zona del euro. Al mismo tiempo, las perspectivas menos favorables de crecimiento de las economías emergentes y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales continúan frenando la recuperación de la zona del euro⁴.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016 prevén un crecimiento del PIB real del 1,4% en 2016, del 1,7% en 2017 y del 1,8% en 2018 (véase gráfico 16). En comparación con las proyecciones de diciembre, la revisión a la baja del crecimiento del PIB real refleja fundamentalmente el efecto adverso combinado de la reducción de la demanda exterior de la zona del euro y del fortalecimiento del tipo de cambio efectivo del euro

sobre el crecimiento de las exportaciones, así como el impacto negativo del aumento de la volatilidad de los mercados financieros y del debilitamiento de los indicadores de confianza. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja, debido, en particular, al incremento de la incertidumbre relativa a la evolución de las economías emergentes y al mayor alcance de los riesgos geopolíticos.

4 Precios y costes

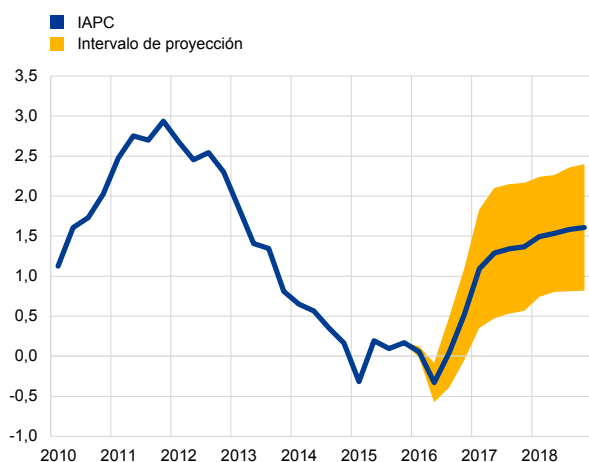
Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en el -0,2% en febrero de 2016, en comparación con el 0,3% de enero. Todos los principales componentes del IAPC contribuyeron a este descenso. De cara al futuro, sobre la base de los precios de los futuros de la energía vigentes, se espera que las tasas de inflación se mantengan en niveles negativos durante los próximos meses y que repunten más adelante en 2016. Posteriormente, se prevé que las tasas de inflación sigan recuperándose, favorecidas por las medidas de política monetaria del BCE y por las expectativas de recuperación económica. Esta pauta general también ha quedado reflejada en las proyecciones

⁴ Véase el recuadro titulado «El procedimiento de desequilibrios macroeconómicos de 2016 y la implementación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015» de esta edición del *Boletín Económico*.

macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 0,1% en 2016, el 1,3% en 2017 y el 1,6% en 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2015, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja, fundamentalmente como consecuencia de la caída que han experimentado los precios del petróleo en los últimos meses.

Gráfico 17
IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)

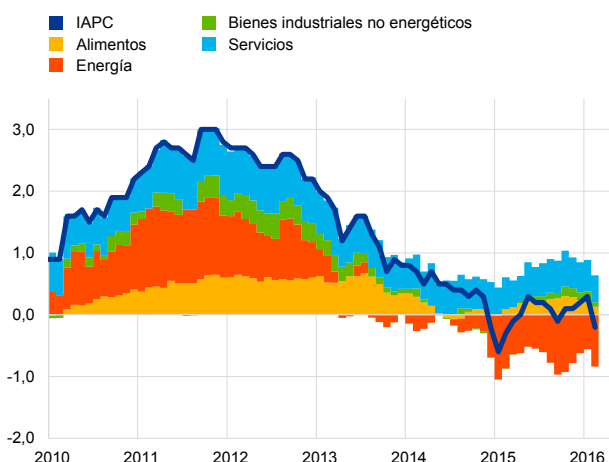
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2016 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro y cálculos del BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2018 (proyecciones).

Gráfico 18
Contribución de los componentes a la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde a febrero de 2016 (estimación preliminar).

La inflación general volvió a registrar tasas negativas en febrero.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación general descendió hasta el $-0,2\%$, desde el $0,3\%$ de enero, un descenso al que contribuyeron todos los principales componentes del IAPC (véanse gráficos 17 y 18). La nueva caída que recientemente han experimentado los precios del petróleo hizo que la tasa de variación interanual de los precios de la energía, ya negativa, se redujera aún más. Al mismo tiempo, los moderados aumentos de la tasa de variación de los precios de los alimentos y de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, también se desaceleraron.

La evolución de la tasa de variación de los precios de la energía continúa determinando el perfil de la inflación general.

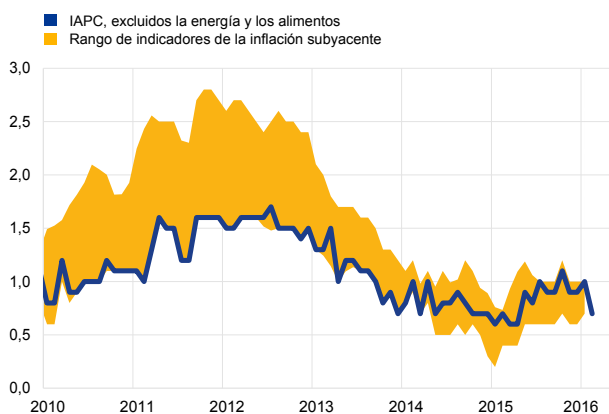
Tras registrar un mínimo del $-8,9\%$ en septiembre de 2015, la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC se recuperó hasta situarse en $-5,4\%$ en enero de 2016, debido fundamentalmente a efectos de base al alza, contribuyendo a la mayor parte de la recuperación observada en la inflación medida por el IAPC general, desde el $-0,1\%$ de septiembre de 2015 hasta el $0,3\%$ de enero de 2016. Sin embargo, los nuevos descensos que experimentaron los precios del crudo en diciembre de 2015 y enero de 2016 hicieron que la tasa de variación del componente energético del IAPC volviera a caer hasta el -8% en febrero, representando aproximadamente la mitad de la disminución de la inflación medida por el IAPC general (véase gráfico 18). El impacto más pronunciado de los precios del petróleo en la tasa de variación de los precios de la energía es evidente en los precios de los combustibles (véase recuadro 6).

Los aumentos de la tasa de variación de los precios de los alimentos han seguido revirtiendo

en los últimos meses. Tras haber registrado una tendencia al alza durante la mayor parte de 2015, la tasa de variación de los precios de los alimentos comenzó a descender en el tercer trimestre, cayendo desde el 1,6 %, en tasa interanual, en octubre de 2015, hasta el 0,7 % en febrero de 2016, según la estimación preliminar de Eurostat. Este descenso estuvo casi enteramente impulsado por los precios de los alimentos no elaborados y se debió a la reversión de los efectos al alza de las temperaturas inusualmente altas del verano pasado sobre los precios de las verduras y hortalizas y de los alimentos. En cambio, la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados continuó aumentando durante ese período. No obstante, en conjunto, la inflación de los precios de los alimentos se mantiene en un nivel relativamente reducido en términos históricos¹.

Gráfico 19
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el rango de indicadores de la inflación subyacente se han considerado los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; media troncada (10 %); media troncada (30 %); la mediana del IAPC y la medida basada en un modelo de factores dinámicos. Las observaciones más recientes disponibles corresponden a febrero de 2016 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación preliminar), y a enero de 2016 (resto de indicadores).

Los indicadores de la inflación subyacente no muestran una tendencia al alza clara.

Tras registrar un aumento en la primera mitad de 2015, la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, fluctuó entre el 0,9 % y el 1,1 % desde julio de 2015 hasta enero de 2016 y, por lo tanto, ha sido mucho más estable que la inflación general (véase recuadro 7). Otros indicadores de la inflación subyacente también se mantuvieron relativamente estables durante ese período (véase gráfico 19). En febrero, la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta situarse en el 0,7 %, el nivel más bajo observado desde abril de 2015. Esta caída fue consecuencia de la disminución de las tasas de variación interanual de los precios de los servicios (1 %, frente al 1,2 % de enero) y de los bienes industriales no energéticos (0,3 %, desde el 0,7 % de enero). Al interpretar los datos más recientes

sobre la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se ha de tener presente que las tasas de variación interanual de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos pueden ser muy volátiles de un mes a otro. Esta volatilidad puede deberse, por ejemplo, a las diferentes fechas y alcance de las rebajas de fin de temporada de los artículos de vestir y del calzado, o a efectos de calendario en el caso de servicios relacionados con el turismo y los viajes. No obstante, puede haber otros factores más fundamentales que estén influyendo en la evolución de la inflación subyacente, como el impacto indirecto a la baja de las recientes caídas que recientemente han vuelto a experimentar los precios del petróleo (principalmente, sobre los precios de algunos servicios de transporte). Además, la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro podría suponer que no se materialice completamente el repunte previsto (especialmente de los precios de los bienes de consumo duradero) derivado de la anterior depreciación de la moneda única.

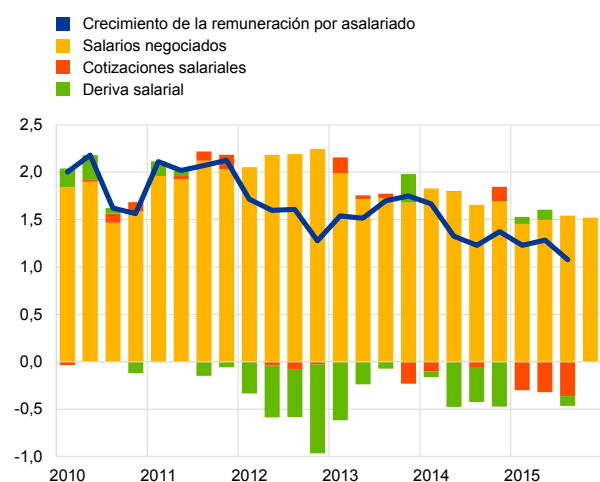
¹ Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios de los alimentos en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2015.

Recientemente, los precios de importación han aumentado de forma menos acusada, pero siguen siendo la principal fuente de presiones latentes al alza.

En 2015, la tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo, excluidos la energía y los alimentos, fue vigorosa y alcanzó un máximo histórico del 5,6% en abril. Como consecuencia de la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro, así como del impacto de las presiones desinflacionistas a escala mundial derivadas de la caída de los precios del petróleo, la tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo, excluidos la energía y los alimentos, ha disminuido desde entonces, y en enero de 2016 se situó en el 1,6%. No obstante, continuó siendo la principal fuente de presiones inflacionistas, habida cuenta de que las presiones latentes procedentes de fuentes internas fueron más contenidas, en general. En particular, la tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo estable, en el 0,2%, por sexto mes consecutivo, hasta enero de 2016. Los datos procedentes de encuestas sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción para el período transcurrido hasta febrero de 2016 también apuntan a que las moderadas presiones inflacionistas internas sobre los precios de producción continuarán.

Gráfico 20
Evolución de los salarios en la zona del euro

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden al cuarto trimestre de 2015 (salarios negociados) y al tercer trimestre de 2015 (resto de indicadores).

El crecimiento de los salarios ha continuado siendo moderado.

En los tres primeros trimestres de 2015, el avance de la remuneración por asalariado, que registró una tasa media interanual del 1,2%, fue menor que en 2014 (1,4%). Esto fue resultado de un crecimiento más débil de los salarios negociados (1,5% en 2015, frente al 1,7% de 2014), y de la disminución de las cotizaciones sociales, relacionados fundamentalmente con factores de países concretos (véase gráfico 20). Es probable que el crecimiento de los salarios esté viéndose frenado por diversos factores, entre los que se incluyen la persistencia de unos niveles elevados de holgura en el mercado de trabajo, una inflación reducida y los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países de la zona del euro en años anteriores. El tímido avance de los salarios también refleja un crecimiento relativamente débil de la productividad, lo que en cierta medida puede

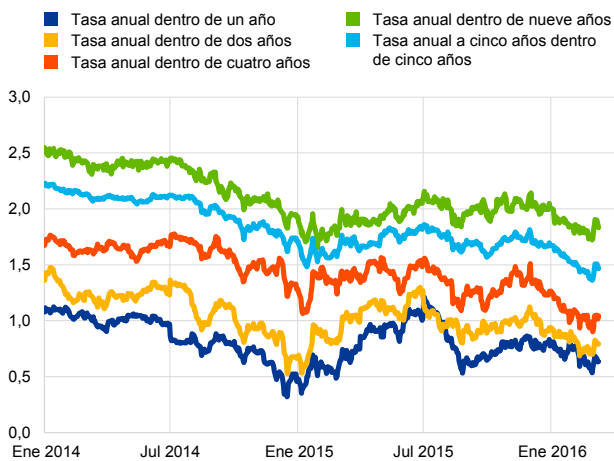
explicarse por el hecho de que gran parte de la fuerte expansión del empleo observada recientemente se ha producido en los servicios, un sector en el que los niveles de productividad y salariales han sido relativamente bajos.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han descendido desde mediados de enero, en un entorno de turbulencias en los mercados, mientras que los indicadores de opinión han permanecido más estables.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a corto y a largo plazo continúan en niveles muy reducidos, y la tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años registró un nuevo mínimo histórico en febrero. Estos

Gráfico 21
Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 9 de marzo de 2016.

niveles extraordinariamente bajos se deben, en parte, a un interés relativamente escaso del mercado por mantener instrumentos financieros con flujos financieros vinculados a la inflación. Esto indica que los participantes en el mercado consideran muy improbable que la inflación repunte en un futuro próximo. Al mismo tiempo, es posible que los indicadores de mercado de las expectativas de inflación estén algo distorsionados actualmente, en un entorno de reaparición de las turbulencias en los mercados y de búsqueda de liquidez. Más concretamente, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años retrocedió desde el 1,58 % hasta el 1,46 % entre el 18 de enero y el 9 de marzo de 2016 (véase gráfico 21). Pese al bajo nivel de inflación observada y a la caída de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación, el riesgo de deflación

descontado por el mercado continúa siendo muy limitado. En contraposición a los indicadores de mercado, los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo, como los obtenidos de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE y de las encuestas de Consensus Economics, han mostrado mayor estabilidad y capacidad de resistencia al ajuste a la baja de las expectativas a corto plazo. Los resultados de la última EPE sitúan la previsión media de las expectativas de inflación dentro de cinco años en el 1,8 %.

De cara al futuro se prevé que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se mantendrá en niveles reducidos en 2016, pero que repuntará en 2017 y 2018.

Sobre la base de la información disponible a mediados de marzo, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016 prevén que la inflación medida por el IAPC se mantendrá en niveles muy reducidos —el 0,1 %— en 2016, y que aumentará hasta situarse en el 1,3 % en 2017 y en el 1,6 % en 2018 (véase gráfico 17)². Se espera que la evolución de la tasa de variación de los precios de la energía desempeñe un destacado papel en la determinación del perfil de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de proyección. Se prevé que la contribución de la tasa de variación de los precios de la energía será negativa en 2016, pero que pasará a ser positiva en 2017, como consecuencia de subidas de los precios del petróleo (en consonancia con los precios de los futuros del petróleo) y de acusados efectos de base al alza. Según las proyecciones, la inflación subyacente (medida, por ejemplo, por la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos) aumentará gradualmente en los próximos años a medida que la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo y la disminución de la capacidad ociosa de la economía se traduzcan en incrementos de los salarios y de los márgenes de beneficio. Este aumento se verá

² Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016», publicado en el sitio web del BCE el 10 de marzo de 2016.

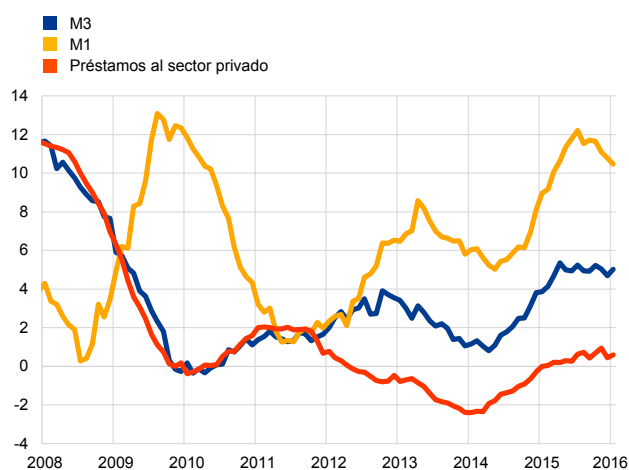
favorecido por los efectos de las medidas de política monetaria del BCE y por la continuación de la transmisión de anteriores depreciaciones del tipo de cambio efectivo del euro. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja, principalmente debido al descenso de la tasa de variación de los precios de la energía.

5 Dinero y crédito

El crecimiento monetario se ha mantenido sólido, mientras que el de los préstamos se va recuperando solo de forma gradual. Las fuentes internas de creación de dinero continuaron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Los bajos tipos de interés, así como los efectos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y el programa ampliado de compra de activos (APP) del BCE, han contribuido a mejorar la evolución monetaria y crediticia. Los costes de financiación de las entidades de crédito se han estabilizado en niveles próximos a sus mínimos históricos. Pese a la considerable heterogeneidad entre países, las entidades de crédito han ido trasladando sus favorables condiciones de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos. La mejora de las condiciones de concesión del crédito ha seguido favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras aumentó de nuevo en el cuarto trimestre de 2015, tras haberse estabilizado en los dos trimestres anteriores.

Gráfico 22
M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

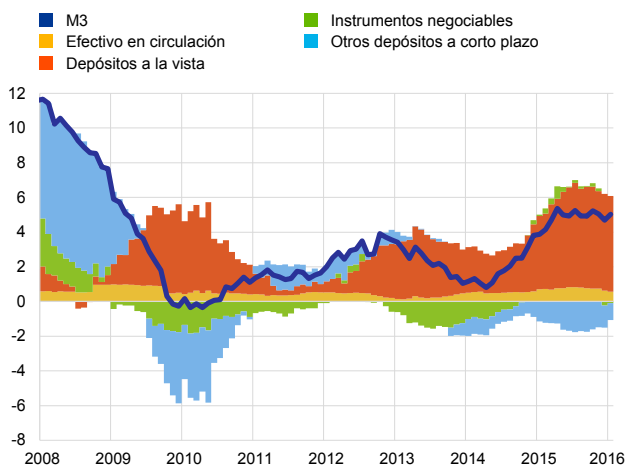
Nota: La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido. La tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo fuerte en el 5% en enero de 2016, sin variación con respecto al cuarto trimestre de 2015 (véase gráfico 22). El crecimiento monetario volvió a estar sustentado por los componentes más líquidos del agregado monetario amplio M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 disminuyó en enero de 2016, aunque permaneció en niveles elevados. En conjunto, la evolución reciente del agregado monetario estrecho sugiere que la zona del euro continúa en una senda de recuperación económica.

Los depósitos a la vista, que representan una parte significativa de M1, continuaron impulsando el crecimiento de M3 (véase gráfico 23). El entorno de tipos de interés muy bajos está incentivando la tenencia de los componentes más líquidos de M3. Esta evolución refleja asimismo entradas de fondos relacionadas con la venta de valores públicos,

Gráfico 23 M3 y sus componentes

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



Fuente: BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

de bonos garantizados y de bonos de titulización de activos por parte del sector tenedor de dinero en el marco del APP. En cambio, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) han continuado disminuyendo, aunque en menor medida que en meses anteriores. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, fue negativa en torno al cambio de año, pese a la recuperación que han registrado las participaciones en fondos del mercado monetario desde mediados de 2014.

Las fuentes internas de creación de dinero fueron de nuevo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.

Este hecho se explica, en parte, por las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. En lo que respecta a las contrapartidas, las principales fuentes de creación de dinero en enero de 2016 fueron

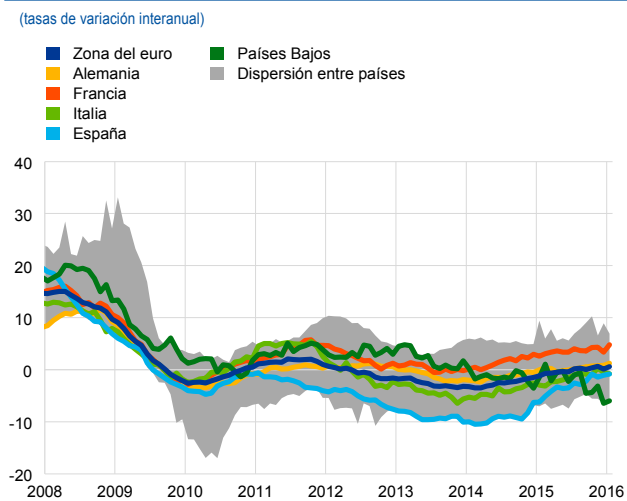
las adquisiciones de bonos realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y la contracción de los pasivos financieros a más largo plazo. Un porcentaje significativo de estos activos fueron adquiridos a IFM (excluido el Eurosistema). La tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) continuó siendo marcadamente negativa (-6,9%) en enero de 2016, prácticamente sin cambios con respecto al cuarto trimestre de 2015. Esta evolución refleja el perfil plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, que ha reducido los incentivos que tienen los inversores para mantener activos bancarios a más largo plazo. El atractivo de las TLTRO como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados es otro factor explicativo. Además, la creación de dinero siguió viéndose respaldada por el crédito concedido por las IFM al sector privado de la zona del euro. La posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM volvió a ser un lastre para el crecimiento interanual de M3. Esta evolución refleja las salidas de capital de la zona del euro y la recomposición continuada de las carteras en favor de instrumentos de fuera de la zona (más concretamente, las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP).

El crecimiento de los préstamos se recuperó gradualmente, pero el crédito bancario continuó siendo débil¹. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado permaneció prácticamente estable en el cuarto trimestre de 2015 y en enero de 2016 (véase gráfico 22).

¹ El 21 de septiembre de 2015, el BCE publicó nuevas estadísticas sobre préstamos ajustados de titulaciones y otras transferencias, elaboradas con arreglo a un nuevo método de ajuste. Para más información, véase el recuadro titulado «Nuevos datos sobre préstamos al sector privado ajustados de titulaciones y otras transferencias», en el número 7/2015 del *Boletín Económico*.

Gráfico 24

Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras en algunos países de la zona del euro

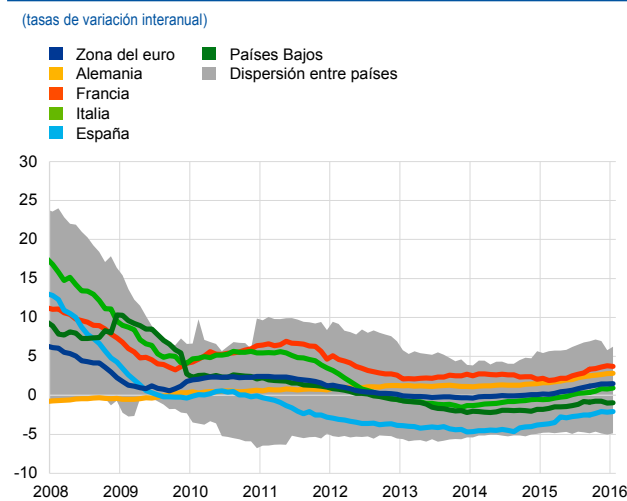


Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

Gráfico 25

Préstamos de las IFM a los hogares en algunos países de la zona del euro



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo contenida (véase gráfico 24), se recuperó considerablemente con respecto al mínimo del primer trimestre de 2014. Esta mejora es generalizada en los países de mayor tamaño, pese a que las tasas de crecimiento de los préstamos continuaron siendo negativas en algunas jurisdicciones. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de titulaciones y otras transferencias) repuntó ligeramente en el cuarto trimestre de 2015 y en enero de 2016 (véase gráfico 25). Las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (sobre todo, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y las mejoras en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han respaldado esta evolución. Sin embargo, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y los niveles permanentemente elevados de préstamos dudosos en algunos países siguen lastrando el crecimiento del crédito.

Los cambios en los criterios de aprobación y en la demanda de préstamos continuaron favoreciendo el avance del crecimiento de los préstamos.

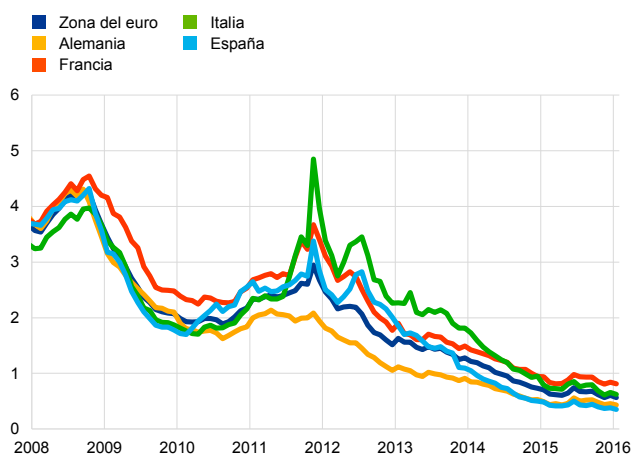
La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2016 identificó el bajo nivel general de tipos de interés, las mayores necesidades de financiación de la inversión en capital fijo y las perspectivas del mercado de la vivienda como importantes factores determinantes del aumento de la demanda de préstamos (véase la encuesta en: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). En este contexto, el APP tuvo un efecto de relajación neta de los criterios de aprobación y, especialmente, de las condiciones aplicadas a los préstamos. Las entidades de crédito también señalaron que la liquidez adicional procedente del APP y de las TLTRO se había utilizado para conceder préstamos,

así como para sustituir a otras fuentes de financiación. Pese a esta tendencia positiva, la dinámica crediticia se mantuvo débil y continuó reflejando factores como la atonía del crecimiento económico y el saneamiento de los balances bancarios. Además, en algunas partes de la zona del euro, las restrictivas condiciones de concesión de crédito siguen afectando a la oferta de préstamos.

Gráfico 26

Coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda

(coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; porcentajes)



Fuentes: BCE, Merrill Lynch Global Index y cálculos del BCE.

Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

Los costes de financiación de las entidades de crédito se mantienen próximos a sus mínimos históricos, pese a la revisión de los precios de los bonos que tuvo lugar a principios de 2016. El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito ha ido disminuyendo durante varios años (véase gráfico 26), en un entorno de amortizaciones netas de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM.

En general, la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, el fortalecimiento de los balances y la menor fragmentación de los mercados financieros han favorecido la disminución de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito.

Asimismo, por lo que respecta al acceso de los bancos a la financiación, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2016 muestra que, salvo por las titulizaciones, no se apreciaron nuevas mejoras en el cuarto trimestre de 2015 en lo que respecta a los otros instrumentos de financiación principales.

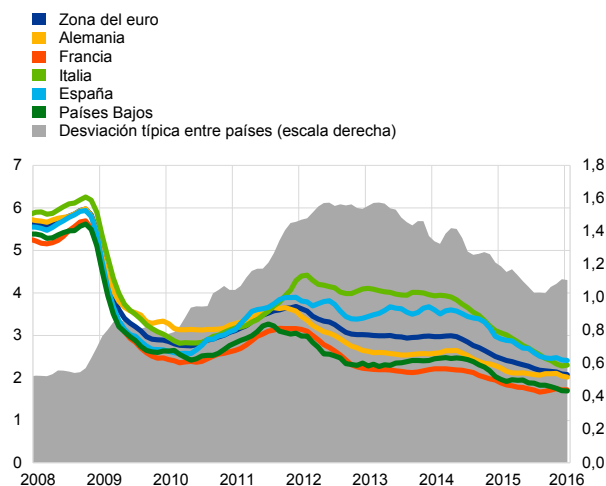
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron estables en enero de 2016, pero se han reducido de manera considerable en los cuatro últimos años (véanse gráficos 27 y 28). Pese a las recientes señales de estabilización, los tipos de interés sintéticos del crédito concedido a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido significativamente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde junio de 2014.

Esta evolución también está relacionada con la menor fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro y con la mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios. Asimismo, la reducción del coste sintético de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido el descenso de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Desde que el BCE anunció el paquete de medidas de expansión crediticia en junio de 2014, las entidades de crédito han ido transmitiendo la disminución de sus costes de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos. Entre mayo de 2014 y enero de 2016, el tipo de interés sintético de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo más de 80 puntos básicos, hasta situarse en el 2,09%. En el mismo período, el tipo de interés sintético de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendió más de 60 puntos

Gráfico 27

Tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



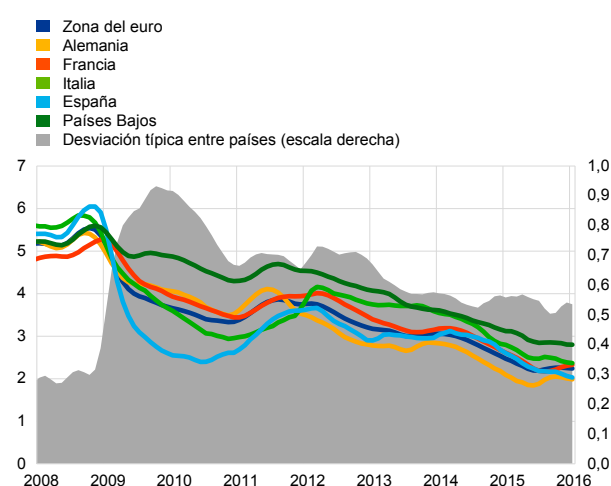
Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total 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 enero de 2016.

Gráfico 28

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total 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 enero de 2016.

básicos, situándose en el 2,23% en enero de 2016. Además, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro ha seguido una trayectoria descendente desde que comenzó la expansión crediticia. En conjunto, esto indica que las pequeñas y medianas empresas se están beneficiando en mayor grado que las grandes empresas de la reciente evolución de los tipos de interés de los préstamos.

El APP y el citado paquete de medidas de expansión crediticia han contribuido a reducir significativamente la dispersión entre países de los costes de financiación de las sociedades no financieras (medida por la desviación típica).

En los países de la zona del euro vulnerables, los tipos de interés de los préstamos bancarios han disminuido de forma especialmente acusada. Sin embargo, pese a alguna mejora alentadora en las condiciones de oferta del crédito en la zona del euro en su conjunto, los criterios de aprobación continúan variando entre países y sectores.

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa a las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó de nuevo en el cuarto trimestre de 2015, tras haberse estabilizado en los dos trimestres anteriores.

La financiación externa de las sociedades no financieras se sitúa actualmente en niveles similares a los observados en el otoño de 2011 (el máximo tras la crisis) y a finales de 2004 (antes del inicio del período de excesivo crecimiento del crédito). La recuperación observada desde principios de 2014 en la financiación externa de las sociedades no financieras se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, la reducción adicional del coste de los préstamos bancarios, la relajación de las condiciones de concesión de dichos préstamos y el coste todavía muy bajo de

los valores de renta fija. Al mismo tiempo, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras siguieron incrementándose en el cuarto trimestre de 2015 y registraron nuevos máximos históricos, lo que guarda relación con los bajos costes de oportunidad y con la mayor incertidumbre en los mercados financieros.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras pasó a ser negativa en enero de 2016. Esta contracción podría haberse debido, con gran probabilidad, a la elevada volatilidad de los mercados y al aplazamiento de las emisiones previstas. Los beneficios no distribuidos registraron una tasa de crecimiento interanual de dos dígitos en el tercer trimestre del año anterior. Es muy posible que este fuerte crecimiento de los beneficios no distribuidos haya afectado también a las emisiones netas en los últimos meses. Desde mayo de 2015, la emisión de valores representativos de deuda ha sido sustancialmente más débil que en los primeros meses de dicho año, en los que recibió un impulso gracias al anuncio y la aplicación del APP. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras también se ha mostrado falta de dinamismo desde mediados de 2015.

El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se ha incrementado moderadamente desde diciembre de 2015, tras registrar un mínimo histórico en noviembre de dicho año. Esta tendencia refleja, sobre todo, el mayor coste de financiación mediante acciones, como consecuencia del descenso de las cotizaciones bursátiles asociado a la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento económico mundial y de beneficios empresariales. Al mismo tiempo, el coste de financiación mediante valores de renta fija solo registró un ligero incremento.

6 Evolución de las finanzas públicas

Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro prácticamente no varíe durante el horizonte de proyección, dado que, a tenor de las proyecciones, la orientación ligeramente expansiva de la política fiscal contrarrestará el efecto de reducción del déficit resultante de la mejora de las condiciones cíclicas y el descenso de los pagos por intereses. Aunque puede considerarse que, en conjunto, la orientación de la política fiscal de la zona euro es adecuada en general, el tono de la política presupuestaria de varios países de la zona suscita inquietud por el riesgo de incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En particular, es necesario que los países con niveles de deuda elevados realicen esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente, incrementando así su capacidad de resistencia ante perturbaciones adversas.

Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro prácticamente no varíe durante el horizonte de proyección, interrumpiendo la tendencia a la baja iniciada en 2011.

Sobre la base de las proyecciones macroeconómicas¹ elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016, se prevé que la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se mantenga en el 2,1 % del PIB hasta 2017, antes de descender marginalmente 0,1 puntos porcentuales en 2018 (véase cuadro 1). En comparación con las proyecciones de diciembre de 2015, las perspectivas de las finanzas públicas se han deteriorado ligeramente en el horizonte de proyección, debido, entre otros factores, a los efectos arrastre derivados de la revisión a la baja del PIB nominal de 2015 y al tono algo más expansivo de las medidas de política fiscal.

Se espera que la orientación de la política fiscal² de la zona del euro sea ligeramente expansiva durante el horizonte de proyección. El tono algo más expansivo, en su conjunto, de la política fiscal puede considerarse adecuado en general, en vista de que la recuperación sigue siendo frágil. Este tono es resultado, en gran medida, de recortes discrecionales de impuestos y del aumento del gasto público relacionado con la afluencia de refugiados, que previsiblemente contrarrestarán en su totalidad la contribución favorable del componente cíclico y del impacto positivo de los menores pagos por intereses sobre el déficit nominal. De acuerdo con las proyecciones, la relajación de la política fiscal será especialmente acusada en Alemania, Italia y los Países Bajos, mientras que se prevén algunos esfuerzos de consolidación adicionales en Irlanda y Chipre.

Cuadro 1
Evolución fiscal en la zona del euro

(porcentaje del PIB)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
a. Ingresos totales	46,6	46,8	46,6	46,3	46,0	45,9
b. Gastos totales	49,6	49,4	48,7	48,5	48,1	47,9
<i>De los cuales:</i>						
c. Gasto por intereses	2,8	2,7	2,4	2,2	2,1	2,1
d. Gasto primario (b – c)	46,8	46,7	46,3	46,2	46,0	45,8
Saldo presupuestario (a – b)	-3,0	-2,6	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Saldo presupuestario primario (a – d)	-0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,3	-1,9	-1,8	-2,1	-2,2	-2,1
Saldo estructural	-2,2	-1,8	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Deuda bruta	91,1	92,1	91,1	90,8	90,0	89,2
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	-0,2	0,9	1,5	1,4	1,7	1,8

Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de marzo de 2016 elaboradas por los expertos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

La deuda pública de la zona del euro descenderá solo de manera gradual con respecto a los altos niveles actuales. Se prevé que la deuda en relación con el PIB de la zona del euro disminuya con lentitud desde el nivel máximo del 92,1 % del PIB registrado en 2014 hasta situarse en el 89,2 % del PIB al final de 2018. La reducción prevista de la deuda pública, ligeramente inferior a la esperada en las proyecciones de diciembre de 2015, se sustenta en una evolución favorable

¹ Véanse las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201603.es.pdf>).

² La orientación de la política fiscal se mide como la variación en el saldo estructural, es decir, el saldo ajustado de ciclo neto de medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero.

del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, a la luz de las previsiones de recuperación económica y los bajos tipos de interés esperados. Además, los reducidos superávits primarios y los ajustes negativos entre déficit y deuda, reflejo, entre otras cosas, de los ingresos procedentes de las privatizaciones, también contribuirán a las mejoras de las perspectivas de deuda. No obstante, se espera que, en algunos países, la deuda en relación con el PIB aumente durante el horizonte de proyección. Para 2018, dicha ratio seguirá situándose muy por encima del valor de referencia del 60 % en la gran mayoría de los países de la zona del euro.

Es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente.

Los países con elevados niveles de deuda serían especialmente vulnerables si se registran nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros, dado que todavía existe un fuerte vínculo entre las finanzas públicas y el sistema financiero. Además, su capacidad para absorber posibles perturbaciones de carácter adverso es bastante limitada. En su Informe sobre sostenibilidad fiscal 2015³ (*Fiscal Sustainability Report 2015*), publicado recientemente, la Comisión Europea ha señalado que ocho países de la zona del euro, a saber, Bélgica, Irlanda, España, Francia, Italia, Portugal, Eslovenia y Finlandia, están expuestos a importantes riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, debido sobre todo a sus altos niveles de deuda pública y/o a sus elevados pasivos implícitos. El informe muestra que para abordar los riesgos identificados es necesario cumplir plenamente las exigencias de ajuste establecidas en el PEC. En este contexto, las conclusiones del Consejo ECOFIN aprobadas el 8 de marzo de 2016⁴ subrayaron la necesidad de que los países de la zona del euro aseguren la sostenibilidad de su posición fiscal y de que cumplan las reglas fiscales de la UE. Además, los países deberían destinar los recursos extraordinarios derivados del actual entorno de tipos de interés reducidos a acumular reservas y a reforzar su capacidad de resistencia ante futuras perturbaciones.

Para contribuir al crecimiento económico a medio plazo de forma más efectiva y duradera, los países deberían orientar sus acciones de política hacia un gasto en inversión pública adecuadamente diseñado, teniendo en cuenta al mismo tiempo el margen de maniobra presupuestario disponible. Aunque la cuantificación de los efectos macroeconómicos tiende a estar sujeta a una elevada incertidumbre, es de esperar que la inversión pública tenga un impacto positivo sobre la demanda y que incremente el producto potencial aumentando el *stock* de capital público (véase también el artículo titulado «La inversión pública en Europa» incluido en esta edición del *Boletín Económico*).

Aunque puede considerarse que la orientación de la política fiscal de la zona del euro es adecuada en su conjunto, oculta importantes diferencias entre los distintos países que la integran, apreciándose crecientes riesgos

³ Véase *Fiscal Sustainability Report 2015*, Comisión Europea (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf).

⁴ Véase http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209647_en_635930313600000000.pdf.

de incumplimiento del PEC en algunos países sin margen de maniobra

presupuestario. Los Gobiernos han de encontrar un equilibrio en la orientación de su política fiscal que les permita reducir sus elevados niveles de deuda sin frenar la recuperación, y seguir cumpliendo plenamente las exigencias del PEC. Los países que dispongan de margen de maniobra fiscal —como Alemania, que necesita absorber el considerable impacto presupuestario de la afluencia de refugiados— deberían utilizarlo. A su vez, los países sin este margen deberían seguir aplicando las medidas necesarias para asegurar la plena observancia del PEC, abordando así los riesgos para la sostenibilidad de la deuda y reforzando su capacidad de resistencia ante futuras perturbaciones. En su declaración del 7 de marzo de 2016⁵, el Eurogrupo reiteró que existía un riesgo creciente de que los presupuestos de 2016 de algunos países no cumplieran las obligaciones impuestas en el marco del PEC, y que los compromisos asumidos previamente aún tenían que plasmarse en medidas concretas. En comparación con la revisión de los planes de proyectos presupuestarios realizada en noviembre de 2015, el número de países a los que se considera en riesgo de incumplimiento ha seguido aumentando. Además de los cuatro países de la zona del euro en los que ya se identificaron riesgos de incumplimiento en noviembre (esto es, Italia, España, Austria y Lituania), actualmente el Eurogrupo también aprecia estos riesgos en Portugal, basándose en su nuevo plan de proyecto presupuestario, así como en Bélgica y Eslovenia, cuyas evaluaciones de riesgos arrojan peores resultados que en noviembre. Además, se han identificado al menos algunos riesgos de desviación de las exigencias del PEC en seis países (Francia, Países Bajos, Letonia, Malta, Finlandia e Irlanda). Aunque se prevé que Francia cumpla sus objetivos de déficit en 2015 y 2016, los esfuerzos de ajuste estructural previstos hasta 2017, el plazo fijado en el procedimiento de déficit excesivo (PDE), son muy insuficientes, lo que pone en peligro la corrección del déficit excesivo en el plazo establecido. Si bien se considera que los Países Bajos cumplen el valor de referencia del gasto público a tenor de las proyecciones, el déficit estructural registrará un deterioro considerable durante el período 2015-2016, que se traducirá en una desviación de 1,1 puntos porcentuales respecto del objetivo de medio plazo (OMP)⁶. En conjunto, es fundamental que los mecanismos de alerta temprana y los instrumentos correctores introducidos en el marco presupuestario reforzado se apliquen íntegramente y de manera coherente.

A continuación se presenta un breve resumen sobre los siete países de la zona del euro a los que se considera en riesgo de incumplimiento del PEC. El análisis se centra en la situación presupuestaria prevista en estos países, en las medidas de seguimiento adoptadas desde noviembre de 2015 y, en su caso, en los compromisos asumidos en marzo en el marco de la declaración del Eurogrupo para reducir las deficiencias en la consolidación.

Empezando por los países sujetos al componente corrector, en marzo el Eurogrupo reiteró su llamamiento a España para que implemente medidas adicionales con

⁵ Véase http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209632_en_635929785000000000.pdf.

⁶ La Comisión consideró que los presupuestos de 2016 de cuatro países cumplen plenamente el PEC (Alemania, Estonia, Luxemburgo y Eslovaquia).

el fin de garantizar la corrección de su déficit excesivo en 2016. Este llamamiento obedece a la ausencia de medidas contundentes desde el mes de noviembre. Según las previsiones de invierno de la Comisión, España no cumpliría los compromisos asumidos en el marco del PDE. Se prevé que el objetivo general de déficit del PDE para 2016 no se cumpla por un margen del 0,8 % del PIB, y se estima que los esfuerzos estructurales realizados han sido sustancialmente inferiores a los exigidos durante el período 2013-2016 del PEC. En este contexto, el 9 de marzo de 2016 la Comisión formuló una recomendación indicando que volvería a valorar la conveniencia de acelerar el PDE en la primavera, basándose en datos validados por Eurostat, que se publicarán en abril.

No se espera que Portugal corrigiera su déficit excesivo en 2015, el plazo fijado. Atendiendo a las previsiones de invierno de la Comisión, el déficit se situó en el 4,2 % del PIB en 2015, lo que incluye los abultados costes presupuestarios relacionados con la resolución de una entidad de crédito. Tras las considerables deficiencias observadas en lo que respecta a los esfuerzos de ajuste estructural, no existe evidencia de la adopción de medidas efectivas, que sería el requisito indispensable para ampliar el plazo del PDE sin acelerar el procedimiento. La Comisión volverá a evaluar la situación en lo que respecta al PDE en primavera, basándose en los resultados presupuestarios de 2015 validados por Eurostat. Además, en su dictamen del 5 de febrero de 2016 la Comisión consideró que el proyecto de plan presupuestario para 2016, presentado por las autoridades portuguesas en enero y modificado el 5 de febrero, entrañaba riesgos de incumplimiento del PEC. En sus declaraciones del 11 de febrero y del 7 de marzo, el Eurogrupo instó a las autoridades portuguesas a elaborar medidas adicionales para implementarlas cuando sea preciso, con el fin de garantizar que los presupuestos de 2016 cumplan el PEC.

Por lo que se refiere a los países sujetos al componente preventivo, las previsiones de invierno de la Comisión para Italia apuntan a una brecha de 0,8 puntos porcentuales del PIB en 2016 con respecto a la senda de ajuste exigida hacia la consecución del OMP. Esta brecha es mayor de lo que se anticipaba en las previsiones de otoño de 2015, como consecuencia del gasto adicional contemplado en la Ley de Estabilidad Presupuestaria de 2016, que incrementó el déficit en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 2,4 % del PIB. Sobre la base de la información disponible actualmente, existe el riesgo de que Italia se desvíe sustancialmente de las exigencias establecidas en el componente preventivo en 2016, incluso si en la primavera se le concediera mayor flexibilidad. También se prevé que Italia incumpla la regla sobre la deuda en 2015 y 2016. En este contexto, el Eurogrupo reiteró su llamamiento a que se apliquen las medidas necesarias para garantizar que los presupuestos de 2016 cumplan las normas del PEC. El 9 de marzo, la Comisión notificó a las autoridades italianas su inquietud al respecto e indicó que valorará la conveniencia de abrir un PDE basado en el criterio de deuda en la primavera.

Se espera asimismo que Bélgica incumpla la regla sobre la deuda en 2015 y 2016, atendiendo a las previsiones de invierno de la Comisión. En vista de ello, el Eurogrupo, en su declaración de marzo, instó a las autoridades a adoptar las

medidas estructurales necesarias para asegurar el pleno cumplimiento del PEC, lo que fue reiterado por la Comisión en su carta del 9 de marzo a las autoridades belgas. La Comisión valorará en la primavera si es necesario abrir un PDE basado en el criterio de deuda.

Eslovenia, Austria y Lituania son los otros tres países sujetos al componente preventivo que el Eurogrupo consideró que planteaban un riesgo de incumplimiento del PEC en marzo. A tenor de las previsiones de invierno de la Comisión, Eslovenia habría corregido su déficit excesivo de forma sostenible en 2015, el plazo fijado, mientras que los esfuerzos de ajuste estructural previstos para 2016 serán insuficientes para cumplir las exigencias del componente preventivo. Las proyecciones para Austria indican que el saldo estructural se desviará más del 0,5% del PIB respecto del OMP en 2016, aunque se podría considerar que esta desviación no es significativa una vez contabilizados los costes relacionados con los refugiados. Se prevé que Lituania se desvíe significativamente de las exigencias relativas al valor de referencia del gasto del componente preventivo.

Recuadro 1

La desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo en Estados Unidos: regularidades empíricas e implicaciones económicas

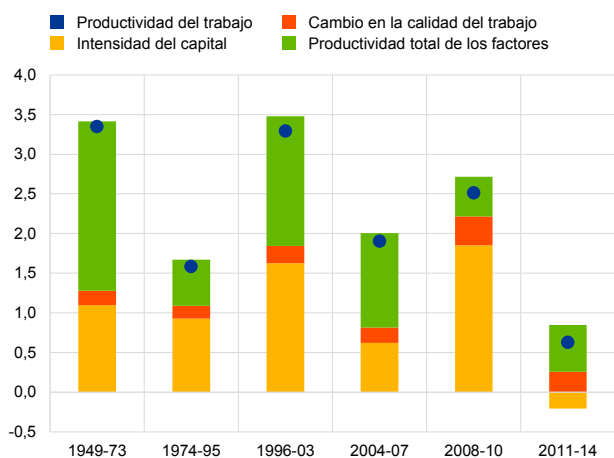
Las perspectivas de crecimiento económico a largo plazo en Estados Unidos son relevantes desde el prisma de la economía de la zona del euro, dado que dicho país es un importante motor de la actividad a nivel mundial. El crecimiento de la productividad del trabajo en Estados Unidos —un determinante clave de las perspectivas de crecimiento a largo plazo— ha sido sorprendentemente débil en los últimos años. Esta evolución se ha observado también en muchas economías avanzadas y emergentes¹. Por tanto, resulta primordial entender las razones de la reciente desaceleración para valorar las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos y, a su vez, de la economía de la zona del euro.

Regularidades empíricas y explicaciones posibles

El crecimiento histórico de la productividad del trabajo en Estados Unidos (definido como el producto por hora trabajada) en el sector empresas ha variado significativamente (véase gráfico A). Las fuertes tasas de crecimiento (3,3%) del período 1949-1973 se vieron seguidas por un acusado descenso (hasta el 1,6%) en las dos décadas posteriores. El auge de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) en el período 1996-2003 llevó al «milagro de la productividad», en el que se duplicó el crecimiento de la productividad del trabajo. En los años anteriores a la crisis (2004-2007), como las ganancias del auge de las TIC ya se habían agotado en gran medida, el crecimiento de la productividad registró una desaceleración y se situó en el 1,9%. Mientras que la Gran Recesión dio lugar a un repunte de carácter cíclico en el período 2008-2010, este repunte se vio seguido de un crecimiento decepcionante de la productividad laboral. Desde 2011, la productividad del trabajo en Estados Unidos ha crecido, en promedio, solo un 0,5% anual, en comparación con una tasa de crecimiento a largo plazo del 2,5%.

Gráfico A
Descomposición del crecimiento de la productividad del trabajo

(contribución en puntos porcentuales a la tasa media de variación interanual)



Fuente: US Bureau of Labor Statistics.

Nota: La productividad del trabajo se define como el producto por hora trabajada.

¹ Véanse *The future of productivity*, OCDE, 2015, y *Productivity Brief 2015*, The Conference Board, 2015.

La descomposición² del crecimiento de la productividad del trabajo en Estados Unidos sugiere que la desaceleración puede atribuirse, sobre todo, a la disminución de la contribución de la ratio capital-trabajo (intensidad del capital) y, en menor medida, a un crecimiento más lento de la productividad total de los factores (PTF). El crecimiento de la PTF ya se estaba ralentizando antes de la crisis financiera mundial en 2008, debido en parte a la pérdida de fuerza del empuje que había experimentado anteriormente gracias a las TIC³, pero la desaceleración se vio reforzada por la recesión posterior. En cambio, la contribución de la intensidad del capital aumentó inicialmente durante la recesión, dado que la significativa reducción de las horas totales trabajadas se tradujo en un acusado incremento de la cantidad de capital por hora trabajada. Este aumento fue seguido de un pronunciado descenso, hasta situarse en niveles negativos, en el período 2011-2014. En los últimos años, la contribución de la calidad del trabajo, el tercer componente de la productividad laboral, se ha incrementado en comparación con décadas anteriores, quizá porque la recesión golpeó con más dureza a los trabajadores menos cualificados, aumentando así la eficiencia agregada de los que conservaron su empleo.

La intensidad del capital ha crecido a la tasa más lenta registrada en más de 60 años, debido en gran medida a la combinación de una acusada desaceleración y débil recuperación posterior de la inversión empresarial y de la recuperación cíclica de las horas trabajadas. La disminución de la tasa de acumulación de capital parece explicarse sobre todo por las perspectivas poco favorables para la actividad económica y por la incertidumbre acerca de si el crecimiento volverá a situarse de forma sostenida en los niveles alcanzados antes de la recesión. Además, los errores de medición (principalmente, de los deflatores de las TIC) también podrían ser causa, en parte, del débil comportamiento de la inversión durante la reciente expansión, con las consiguientes infravaloraciones del PIB real y del crecimiento de la productividad del trabajo⁴.

El crecimiento de la PTF viene determinado por múltiples factores. Algunos de ellos son los recursos invertidos en innovación, la forma en la que la innovación

² Según una contabilidad del crecimiento neoclásica, el crecimiento de la productividad laboral puede descomponerse en contribuciones de la intensidad del capital, de la calidad del trabajo y de la PTF. La intensidad del capital se define como los servicios de capital derivados de los *stocks* de activos físicos y de activos de propiedad intelectual, dividido por las horas trabajadas. La calidad (o composición) del trabajo mide el efecto de los cambios en la composición de los trabajadores en términos de edad, formación y género sobre la eficiencia de las horas trabajadas. El crecimiento de la PTF se mide como un residuo de Solow y recoge el aumento de eficiencia (en especial, el aumento de la eficiencia y la intensidad de los *inputs* utilizados en la producción) que obedece a otros factores, como nuevas tecnologías, procesos de producción más eficientes y mejoras organizativas.

³ Véase J. Fernald, *Productivity and Potential Output before, during and after the Great Recession*, Reserva Federal de San Francisco, *Working Paper Series*, n.º 2012-18, 2012.

⁴ Algunas causas fundamentales de los posibles errores de medición son el cambio en la inversión en ordenadores, que pasa de bienes producidos internamente a bienes importados, junto con medidas menos efectivas para medir el aumento de la calidad de los productos importados, así como el efecto de un cambio en la estrategia de fijación de precios de las unidades de microprocesadores por parte de Intel, que se tradujo en sesgos en la metodología de equiparación de modelos. Véanse D. Byrne y E. Pinto, «The recent slowdown in high-tech equipment price declines and some implications for business investment and labor productivity», *FEDS Notes*, 2015, y J. Hatzius y K. Dawsey, «Doing the Sums on Productivity Paradox 2.0.», *Goldman Sachs US Economics Analyst*, Issue 15/30, 2015.

se transmite y se comercializa en el resto de la economía, el dinamismo de las empresas y del mercado de trabajo, que marca a qué velocidad se adoptan las nuevas innovaciones, cuánto tiempo sobreviven las empresas ineficientes y con qué facilidad los trabajadores se mueven a su uso más productivo, y la posible asignación ineficiente de los recursos mediante aumentos excesivos de los precios de los activos y del crédito.

La desaceleración del crecimiento de la PTF podría ir asociada a un menor dinamismo de la actividad empresarial, que puede haber ralentizado la velocidad y el grado de transmisión de la innovación dentro de la economía.

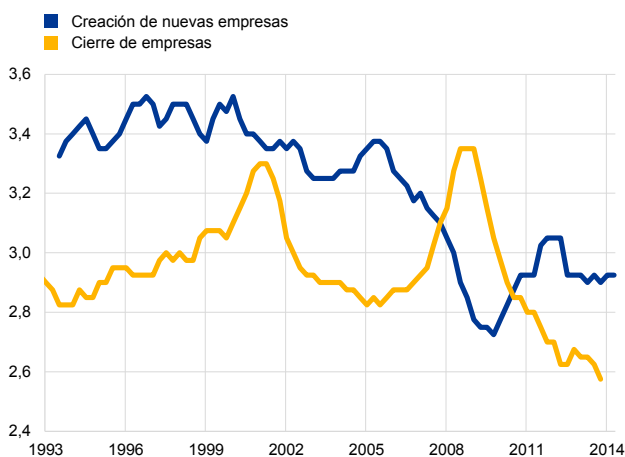
Dado que el gasto en investigación y desarrollo y el número de solicitudes de patente se han mantenido bien en los últimos años, es improbable que el descenso de los recursos invertidos en innovación sea uno de los principales factores de la desaceleración del crecimiento de la PTF, tal y como corrobora el número creciente de avances tecnológicos en campos científicos como la robótica y la impresión en 3D. Por el contrario, aunque la economía estadounidense es conocida por su dinamismo —tanto por la facilidad para crear y cerrar empresas como por la flexibilidad de su mercado de trabajo—, existe cierta evidencia de que este dinamismo ha disminuido en los últimos años. En concreto, la tasa de creación de nuevas empresas disminuyó significativamente durante la última recesión y no se ha recuperado desde entonces (véase gráfico B), lo que podría ser atribuible, en parte, a unas condiciones más restrictivas aplicadas a la concesión de crédito a las pequeñas empresas y al menor apetito por el riesgo. La tasa de quiebras

de empresas también ha descendido. La reducción de las tasas de creación y cierre de empresas podría señalar que se está impidiendo que los recursos se reasignen a su uso más productivo.

Además, la excesiva acumulación de deuda de los hogares durante el boom de la vivienda anterior a la crisis financiera puede haber lastrado el crecimiento de la PTF en la fase de recuperación, debido a una asignación ineficiente de los recursos. La deuda de los hogares fue excesiva en Estados Unidos durante gran parte del período posterior a 2003, lo que dio lugar a un prolongado período de desapalancamiento de este sector⁵. Durante esta época de endeudamiento excesivo de las familias, el sector de la vivienda podría haber atraído excesivos recursos y reducido el crecimiento de la PTF.

Gráfico B
Dinamismo económico medido por las tasas de creación y cierre de empresas

(en porcentaje del número medio de establecimientos durante el año anterior y el año en curso; media móvil de cuatro años)



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

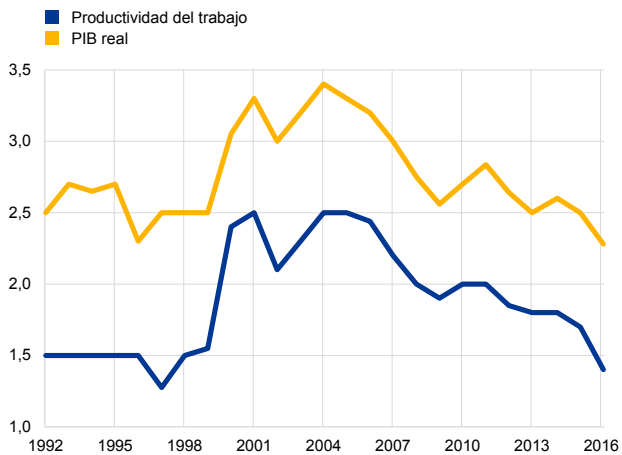
⁵ Véase B. Albuquerque, U. Baumann y G. Krustev, «US household deleveraging following the Great Recession – a model-based estimate of equilibrium debt», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 15, Issue 1, 2014.

Implicaciones para el crecimiento del producto potencial y el crecimiento salarial

Aunque los analistas han revisado sucesivamente a la baja sus estimaciones de crecimiento de la productividad del trabajo a diez años, estas estimaciones se sitúan por encima de los bajos niveles actuales, lo que indicaría un cierto repunte. La mediana de las previsiones de crecimiento del PIB real y de la productividad del trabajo a largo plazo según la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) se ha revisado a la baja desde 2004, situándose las estimaciones más recientes en el 2,3% y el 1,4%, respectivamente (véase gráfico C), frente a la tasa de crecimiento del 0,5% de la productividad laboral desde 2011. Ello es coherente con la interpretación de que, aunque algunos factores de la desaceleración del crecimiento de la productividad, como el dinamismo de las empresas, podrían resultar ser un tanto persistentes y recuperarse solo gradualmente, es previsible que los factores cíclicos, en especial los relacionados con la inversión en capital, se corrijan con mayor rapidez.

Gráfico C
Mediana de las previsiones de crecimiento de la productividad del trabajo y del PIB real a diez años

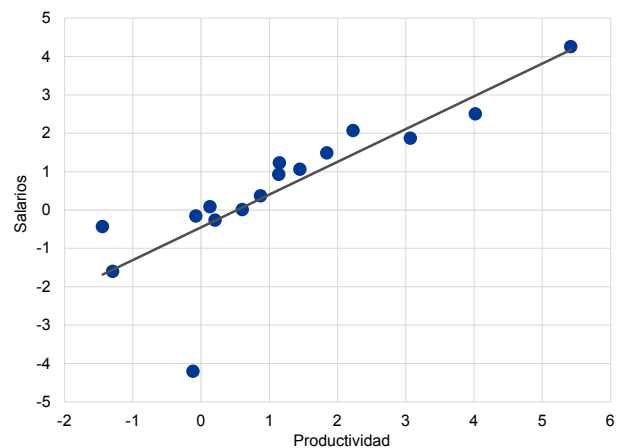
(tasas de variación interanual)



Fuente: Survey of Professional Forecasters, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Gráfico D
Crecimiento de los salarios reales y de la productividad en distintas ramas de actividad

(tasas de variación interanual; media del período: 1999-2014)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis y cálculos del BCE.
Notas: El gráfico considera 16 ramas de actividad, según la clasificación del NAICS. Los salarios reales se calculan utilizando un deflactor del valor añadido.

En línea con la previsión de menor crecimiento de la productividad en comparación con las medias históricas, los salarios reales podrían crecer también algo más lentamente que en el pasado. A largo plazo, si no hay cambios

en la participación de las rentas del trabajo en el PIB, se espera que los salarios reales crezcan básicamente en línea con el crecimiento de la productividad del trabajo⁶. En Estados Unidos, considerando distintas ramas de actividad, se evidencia una correlación positiva entre la variación del salario real por empleado y el crecimiento medio de la productividad del trabajo en el período 1999-2014 (véase gráfico D), siendo la tasa

⁶ Véase también L. Barro y J. Faberman, «Wage Growth, Inflation and the Labor Share», *Chicago Fed Letter*, n.º 349, 2015.

de crecimiento de los salarios reales inferior o similar a la de la productividad laboral en la mayoría de las ramas. En el período más reciente (2011-2014), tanto el crecimiento de los salarios reales como el de la productividad del trabajo han sido tenues.

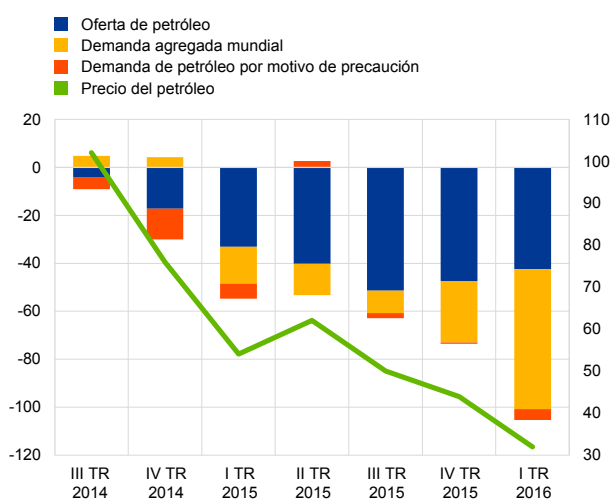
Recuadro 2

Tendencias actuales de los precios del petróleo

Los precios del petróleo han caído un 70% desde julio de 2014. Desde una perspectiva de más largo plazo, el descenso de estos precios puede explicarse por las cuantiosas inversiones efectuadas anteriormente y por las innovaciones tecnológicas que hicieron que la producción de petróleo aumentara en una época de debilitamiento del crecimiento. Los avances tecnológicos dieron pie a la revolución del petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos, y varios años de precios elevados del crudo, en un contexto de fuerte crecimiento de las economías emergentes, favorecieron inversiones a gran escala en el sector petrolífero. Como consecuencia del considerable retardo existente entre la inversión y la producción, la oferta resultante llegó al mercado cuando la demanda de petróleo había dejado de aumentar. Aunque la oferta de petróleo no convencional empezó a incrementarse y el crecimiento de la demanda mundial comenzó a ralentizarse ya en 2010 (por ejemplo, en China), las perturbaciones de oferta observadas en los principales países

Gráfico A
Descomposición de los precios del petróleo basada en modelos

(escala izquierda: contribuciones acumuladas de los diferentes shocks del petróleo en puntos porcentuales, julio 2014 = 0; escala derecha: precios del petróleo en dólares corrientes por barril)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a enero de 2016. Las descomposiciones históricas se han normalizado para comenzar en cero en julio de 2014, cuando los precios del Brent empezaron a disminuir. Una contribución negativa indica que un «shock del petróleo» específico contribuyó a la caída de los precios del crudo, y viceversa. El «shock de oferta del petróleo» indica los cambios exógenos en la producción de petróleo, el «shock de demanda agregada mundial» recoge los cambios en los precios del petróleo derivados de forma endógena por la evolución del crecimiento económico mundial, y el «shock de demanda de petróleo por motivo de precaución» captura los cambios en las expectativas sobre el equilibrio entre la oferta y la demanda de petróleo reflejado en las existencias de petróleo. La descomposición se basa en L. Kilian y D.P. Murphy, «The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil», *Journal of Applied Econometrics*, 29(3), 2004, pp. 454-478, utilizando datos sobre los precios del petróleo, la producción mundial de petróleo y una variable proxy de las existencias mundiales de petróleo y la actividad económica mundial.

productores de petróleo (Libia, Irán, Rusia e Irak) vinculadas a las tensiones geopolíticas sostuvieron los precios del petróleo durante varios años antes de que cayeran bruscamente en el verano de 2014. La decisión estratégica adoptada por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en su reunión de noviembre de 2014 de no compensar el descenso de los precios con un recorte de la producción hizo que los precios disminuyeran de nuevo.

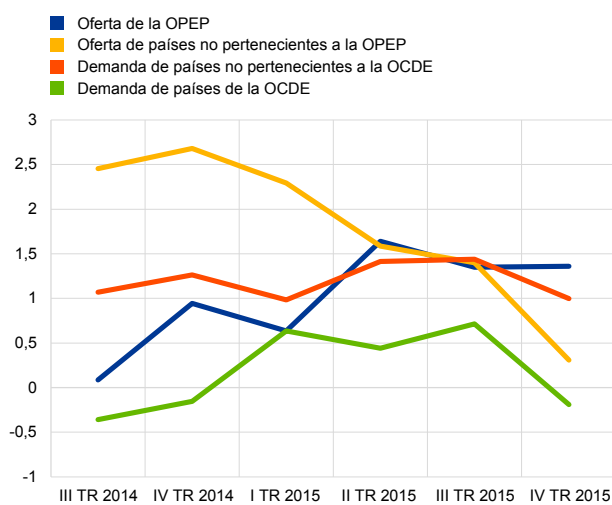
Mientras que tanto factores de demanda como de oferta han impulsado la caída de los precios del petróleo observada desde 2014, los modelos muestran que gran parte del descenso inicial puede explicarse por aumentos de la oferta. No obstante, más recientemente, la demanda ha sido el factor dominante (véase gráfico A). Según los cálculos de los expertos del BCE, alrededor del 60% del retroceso de 2014 estuvo determinado por factores de oferta. Después de repuntar en los dos primeros trimestres de 2015, los precios del petróleo volvieron a disminuir, con los factores de demanda desempeñando un papel cada vez más importante. Esto es reflejo, en gran parte, de la desaceleración de la demanda agregada, aunque las expectativas de bajada de los precios asociadas al crecimiento de las economías emergentes

y la decisión de la OPEP de no reducir la oferta (como indica el *shock* de demanda por motivo de precaución) también contribuyeron al reciente retroceso. La oferta de los países de la OPEP ha mostrado una tendencia al alza desde mediados de 2014, mientras que la demanda de los países no pertenecientes a la OCDE se mantuvo sólida durante 2015. La demanda de petróleo de los países de la OCDE descendió a finales de 2015, principalmente como consecuencia de las suaves temperaturas invernales en Estados Unidos y en Europa, así como del deterioro del clima económico en importantes economías emergentes (véase gráfico B).

Deberá transcurrir un tiempo antes de que el actual exceso de oferta pueda ser absorbido. La llegada del petróleo no convencional de Estados Unidos y la exploración de crudo de fuentes no convencionales más en general es un cambio estructural de la oferta que podría hacer que los precios del petróleo permanezcan en niveles más bajos durante más tiempo. Un exceso de oferta de casi 1,4 millones de barriles diarios, en promedio, durante 2014-2015, ha hecho que las existencias de crudo de los países de la OCDE alcancen máximos históricos (véase gráfico C)¹.

Gráfico B
Oferta y demanda mundiales de petróleo

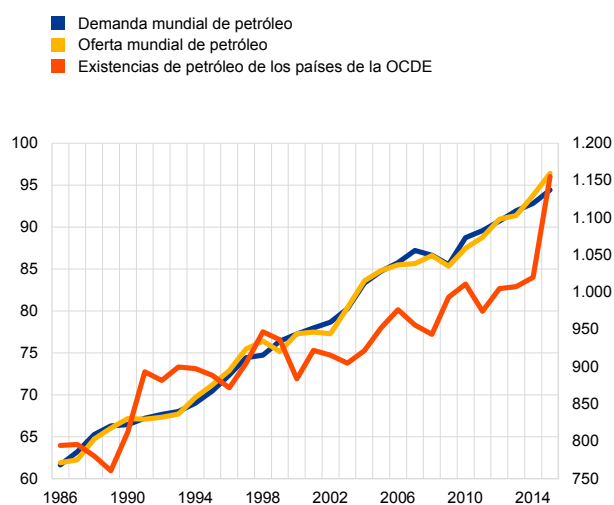
(millones de barriles al día; tasas de variación interanual)



Fuente: Agencia Internacional de la Energía.

Gráfico C
Demanda, oferta y existencias de petróleo

(escala izquierda: demanda y oferta mundiales de petróleo en millones de barriles al día – variable flujo; escala derecha: existencias de petróleo de la OCDE en millones de barriles – variable de stock)



Fuente: Agencia Internacional de la Energía.
Nota: Datos anuales; la observación más reciente corresponde a 2015.

No obstante, se espera que con el tiempo se produzca un reequilibrio. Un límite inferior teórico de los precios del petróleo está vinculado al nivel del coste marginal de producción del petróleo no convencional de Estados Unidos, que se estima que, en promedio, es de unos 35 dólares estadounidenses por barril².

¹ En 2014-2015, en promedio, la demanda mundial de petróleo fue de unos 93,6 millones de barriles al día, y la oferta, de 95 millones de barriles diarios. El exceso de oferta se situó en torno al 1,5% de la demanda diaria mundial de crudo.

² Arthur D. Little, *Where now for oil?*, Viewpoint, 2015.

Con todo, algunos tipos de producción de petróleo, como la de petróleo no convencional en Estados Unidos, han continuado creciendo durante el año pasado, pese a que los precios del crudo están por debajo de sus respectivos costes marginales estimados. De hecho, además de estos costes marginales de producción, otros factores desempeñan un papel. En primer lugar, los costes marginales difieren considerablemente en función del tipo de petróleo y del yacimiento, lo que hace que estos promedios solo sean un indicador aproximado de cuándo se vería afectada la producción. En segundo lugar, es importante tener en cuenta la deflación de costes³ y la mayor eficiencia de la producción, es decir, los costes marginales pueden disminuir como consecuencia del avance de la productividad. Sin embargo, se dispone de evidencia de que el número de pozos de extracción en Estados Unidos se ha reducido, indicando que la oferta descenderá con el tiempo⁴.

La actual curva de futuros indica que se espera que el precio del petróleo permanezca en una banda de entre 30 y 45 dólares estadounidenses por barril durante los dos próximos años. En relación con esa proyección, los riesgos a la baja de los precios del petróleo por el lado de la oferta están asociados a nuevos aumentos de la producción mundial de crudo derivados de un incremento de la producción iraní más intensa de lo previsto y de la continuada capacidad de resistencia de la producción de los países que no son miembros de la OPEP, en particular del petróleo no convencional de Estados Unidos. En cuanto a la demanda, una desaceleración mayor de lo esperado en las economías emergentes podría afectar negativamente a la demanda de crudo. Los principales riesgos al alza son recortes de la producción más pronunciados de lo previsto como consecuencia de las tensiones geopolíticas, y mayores retrocesos de la oferta si los precios del crudo se mantienen en niveles persistentemente reducidos. A partir de 2017, aunque todavía prevalezcan los principales riesgos a la baja, los riesgos se inclinarán de manera creciente al alza, ya que un fuerte recorte de la inversión podría traducirse en un ajuste más rápido del equilibrio entre la oferta y la demanda de lo que refleja actualmente la curva de futuros, una vez que la actividad económica mundial se dinamice.

³ La deflación de costes es una disminución general del coste de producción del petróleo que, por ejemplo, puede tener su origen en ganancias de eficiencia en la producción o en los menores costes de servicios (como reducción de los precios de los servicios de contratistas para la perforación de pozos realizados o de labores de apoyo como prospección, cementación, revestimiento y tratamiento de pozos).

⁴ Hughes Baker, 2016 (<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-rigcountsoverview>).

Recuadro 3

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 28 de octubre de 2015 y el 26 de enero de 2016

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento de reservas de 2015, comprendidos entre el 28 de octubre y el 8 de diciembre de 2015 y entre el 9 de diciembre de 2015 y el 26 de enero de 2016, respectivamente. Durante el período analizado, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF) y a la facilidad marginal de crédito se mantuvieron sin variación en el 0,05 % y el 0,30 %, respectivamente. Sin embargo, el tipo de interés de la facilidad de depósito se redujo en 10 puntos básicos, desde el -0,20 % hasta el -0,30 %, con efectos a partir del 9 de diciembre de 2015¹. El 16 de diciembre se liquidó la sexta operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), por un importe de 18,3 mm de euros, frente a los 15,5 mm de euros liquidados en la TLTRO anterior, en septiembre. Con ello, el importe total adjudicado en las seis primeras TLTRO ascendió a 417,9 mm de euros². Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados y bonos de titulización de activos como parte de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), al ritmo previsto de 60 mm de euros al mes. En diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno decidió ampliar el plazo del APP: está previsto que las compras de activos continúen hasta el final de marzo de 2017 o hasta que se observe un ajuste sostenido de la senda de inflación hacia el objetivo de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo. Además, el Consejo de Gobierno decidió reinvertir los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del APP durante el tiempo que sea necesario³.

Necesidades de liquidez

En el período de referencia, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias

¹ Las OPF continuaron realizándose mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El mismo procedimiento continuó utilizándose en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses. El tipo de interés de cada OFPML se fijó en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML. Las TLTRO siguieron llevándose a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, aplicándose el mismo tipo de interés que en las OPF.

² Para más información sobre las adjudicaciones realizadas en las TLTRO, véanse los recuadros correspondientes de pasadas ediciones del *Boletín Económico* o consúltese el sitio web del BCE: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html.

³ En el sitio web del BCE puede consultarse información detallada sobre el programa ampliado de compra de activos: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html.

de reservas, se situaron, en promedio, en 706,5 mm de euros, lo que representa un incremento de 60,1 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el quinto y el sexto períodos de mantenimiento del año). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles, casi en exclusiva, al aumento de 59,9 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos, que alcanzaron la cifra de 593,3 mm de euros (véase cuadro).

El incremento observado en la media de los factores autónomos fue resultado, principalmente, del aumento de la media de los factores de absorción de liquidez —billetes en circulación, depósitos de las Administraciones Públicas y otros factores autónomos—. Otros factores autónomos se situaron, en promedio, en 563 mm de euros, 20,5 mm de euros más que en el período de análisis anterior, lo que refleja fundamentalmente un incremento de las cuentas de revalorización trimestral. Los billetes en circulación aumentaron sobre todo durante el período vacacional de invierno, siguiendo así su patrón estacional habitual. Los billetes alcanzaron una media de 1.065,3 mm de euros, lo que representa un alza de 11,4 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior. Además, el importe medio de los depósitos de las Administraciones Públicas también contribuyó al incremento de las necesidades de liquidez, habiendo registrado un avance medio de 8,3 mm de euros, hasta situarse en 87,6 mm de euros. El ligero aumento de estos depósitos muestra que, mientras que algunos Tesoros estaban dispuestos a aceptar tipos de interés más bajos en el mercado, la mayoría sigue teniendo escasas alternativas para colocar su efectivo en el mercado. La rebaja adicional del tipo de interés aplicado a la facilidad de depósito, hasta el $-0,30\%$, incrementó el coste para los Tesoros de colocar depósitos en el Eurosistema. Por otra parte, los elevados niveles de exceso de liquidez tienden a acercar incluso más los tipos del mercado monetario al tipo de interés de la facilidad de depósito.

Los factores de inyección de liquidez disminuyeron durante el período como consecuencia de la reducción de los activos exteriores netos y de los activos netos denominados en euros. El descenso de 11,4 mm de euros en los activos exteriores netos fue principalmente resultado de un efecto de pérdida de valor de fin de trimestre procedente del tercer y del cuarto trimestres de 2015. Esta depreciación de los activos exteriores netos obedeció, sobre todo, a la disminución del valor del oro en dólares estadounidenses, que solo se vio parcialmente compensada por una depreciación del euro en el cuarto trimestre. Además, los activos netos denominados en euros se situaron, en promedio, en 511,0 mm de euros, 8,3 mm de euros por debajo del importe del período de referencia anterior. Los activos netos denominados en euros descendieron como consecuencia de la caída de los activos financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria, así como del ligero aumento de los pasivos mantenidos por entidades de fuera de la zona del euro en los bancos centrales nacionales. Estas entidades habían aumentado sus tenencias, pese a la rebaja adicional del tipo de interés de la facilidad de depósito, lo que eleva el coste de los depósitos en los bancos centrales nacionales. El incremento podría deberse al hecho de que hubiera menos oportunidades de encontrar alternativas atractivas en el mercado.

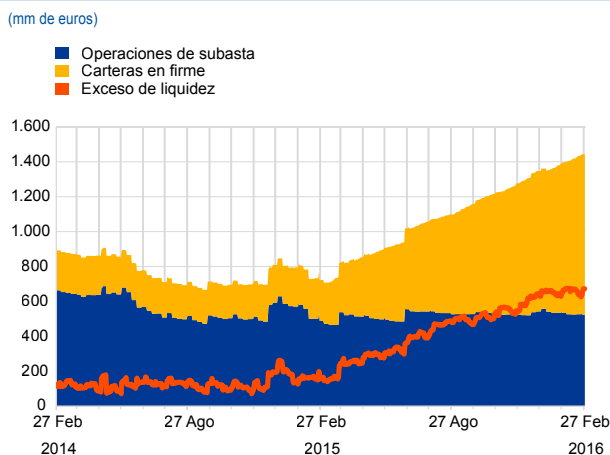
La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada durante el período analizado.

Dicha volatilidad reflejó, principalmente, las marcadas fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y la revalorización trimestral de los activos exteriores netos y de los activos netos denominados en euros. La volatilidad se mantuvo básicamente sin cambios con respecto al período de referencia anterior, mientras que el nivel de los factores autónomos mantuvo una tendencia al alza.

El error medio absoluto de las previsiones semanales de los factores autónomos aumentó en 0,8 mm de euros, hasta la cifra de 7,2 mm de euros en el período analizado, y se debió, principalmente, a los errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas. En un entorno de crecientes niveles de exceso de liquidez y de tipos de interés a corto plazo del mercado monetario cada vez más negativos, se hizo más difícil anticipar la actividad inversora de los Tesoros.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

Gráfico
Evolución de los instrumentos de política monetaria y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y compras simples— se incrementó en 176,5 mm de euros, hasta situarse en 1.306,9 mm de euros (véase gráfico). Este aumento se debió, exclusivamente, a las compras simples relacionadas sobre todo con el programa de compras de valores públicos, mientras que las operaciones de subasta se mantuvieron prácticamente sin variación durante el período de referencia.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta se redujo en 0,9 mm de euros durante el período analizado, situándose en 532,5 mm de euros. El aumento de la liquidez media inyectada mediante las TLTRO se vio contrarrestado con creces por el descenso de las operaciones regulares.

Más concretamente, la liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 2,2 mm de euros y 18,3 mm de euros, respectivamente. El saldo vivo de las TLTRO se incrementó en 19,6 mm de euros durante el período de referencia, produciéndose el mayor aumento en el octavo período de mantenimiento, debido a los fondos obtenidos en la TLTRO adjudicada en diciembre de 2015.

La liquidez media proporcionada a través de carteras en firme aumentó en 177,4 mm de euros, hasta situarse en 774,4 mm de euros, debido, principalmente, al programa de compras de valores públicos. La liquidez media proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados y del programa de compras de

bonos de titulización de activos aumentó en 156,5 mm de euros, 25,2 mm de euros y 3,3 mm de euros, respectivamente. La amortización de los bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores ascendió a 7,8 mm de euros.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de las citadas inyecciones de liquidez, el exceso medio de liquidez aumentó en 116,4 mm de euros y se situó en 600,3 mm de euros en el período analizado (véase gráfico). La mayor parte de dicho aumento se produjo en el octavo período de mantenimiento, cuando el exceso medio de liquidez se incrementó en 86,5 mm de euros, debido a las compras continuadas y a que los factores autónomos fueron solo ligeramente más altos. En el séptimo período de mantenimiento, el exceso medio de liquidez registró un avance menos intenso, de 49,0 mm de euros. Este avance relativamente limitado fue atribuible sobre todo al incremento de los factores autónomos, que absorbió parcialmente el aumento de las adquisiciones en el marco del APP.

El aumento del exceso de liquidez quedó reflejado fundamentalmente en un incremento de 81,0 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, que se situaron en 527,9 mm de euros durante el período analizado. Este incremento fue menos acusado en el séptimo período de mantenimiento, en el que el promedio fue de 28,5 mm de euros, frente a los 63,3 mm de euros del octavo período de mantenimiento. El recurso medio a la facilidad de depósito también se incrementó, aunque en menor medida, con un alza de 35,3 mm de euros, hasta alcanzar la cifra de 185,7 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Durante el período de referencia, los tipos de interés del mercado monetario siguieron cayendo como consecuencia de la reducción, hasta el -0,30%, del tipo de interés aplicado a la facilidad de depósito. En el mercado de operaciones sin garantías, el eonia se situó, en promedio, en el -0,184%, por debajo del nivel medio del -0,130% del período de referencia anterior. Aunque el eonia se mantuvo prácticamente sin variación en el séptimo período de mantenimiento, la rebaja de 0,10 puntos porcentuales en el tipo de interés de la facilidad de depósito con efectos a partir del octavo período de mantenimiento se transmitió casi íntegramente al eonia, que cayó 0,091 puntos porcentuales. En el contexto de aumento continuado del exceso de liquidez, la transmisión a los tipos de interés de mercado fue fluida. Además, los tipos de interés a un día en el segmento de operaciones con garantías retrocedieron en línea con el tipo de interés de la facilidad de depósito hasta alcanzar niveles aún más próximos a este. Los tipos repo medios a un día del mercado GC Pooling⁴ descendieron hasta situarse en el -0,246% y en el -0,238% para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que supone una disminución de 0,059 y 0,055 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior.

⁴ El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

Cuadro

	Situación de liquidez del Eurosistema						
	28 de octubre de 2015 a 26 de enero de 2016		22 de julio a 27 de octubre de 2015		Octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.715,8	(+40,1)	1.675,7	1.720,1	(+9,3)	1.710,8	(+18,0)
Billetes en circulación	1.065,3	(+11,4)	1.053,9	1.072,8	(+16,3)	1.056,5	(+4,1)
Depósitos de las AAPP	87,6	(+8,3)	79,3	82,5	(-11,1)	93,5	(-1,6)
Otros factores autónomos	563,0	(+20,5)	542,5	564,8	(+4,0)	560,8	(+15,6)
Instrumentos de política monetaria							
Cuentas corrientes	527,9	(+81,0)	446,9	557,1	(+63,3)	493,8	(+28,5)
Exigencias de reservas mínimas	113,2	(+0,2)	113,0	113,3	(+0,2)	113,1	(-0,2)
Facilidad de depósito	185,7	(+35,3)	150,4	196,6	(+23,5)	173,1	(+20,3)
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	1.122,9	(-19,6)	1.142,5	1.123,7	(+1,9)	1.121,9	(-13,9)
Activos exteriores netos	611,9	(-11,4)	623,2	611,6	(-0,6)	612,2	(-6,9)
Activos netos denominados en euros	511,0	(-8,3)	519,3	512,1	(+2,5)	509,7	(-7,0)
Instrumentos de política monetaria							
Operaciones de mercado abierto	1.306,9	(+176,5)	1.130,4	1.350,3	(+94,2)	1.256,1	(+80,6)
Operaciones de subasta	532,5	(-0,9)	533,4	538,5	(+13,1)	525,4	(-6,9)
OPF	69,1	(-2,2)	71,3	71,6	(+5,5)	66,1	(-4,1)
OFPML a tres meses	55,3	(-18,3)	73,6	51,6	(-8,0)	59,7	(-9,5)
OFPML con objetivo específico (TLTRO)	408,1	(+19,6)	388,5	415,3	(+15,7)	399,6	(+6,7)
Carteras en firme	774,4	(+177,4)	597,0	811,8	(+81,0)	730,7	(+87,6)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	20,6	(-1,6)	22,2	20,5	(-0,3)	20,8	(-1,1)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	9,8	(-0,8)	10,5	9,6	(-0,3)	9,9	(-0,4)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	140,2	(+25,2)	114,9	144,4	(+9,2)	135,2	(+12,9)
Programa para los mercados de valores	123,1	(-5,4)	128,5	122,9	(-0,5)	123,3	(-3,8)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	15,2	(+3,3)	11,9	15,5	(+0,5)	15,0	(+1,8)
Programa de compras de valores públicos	465,5	(+156,5)	308,9	498,8	(+72,3)	426,5	(+78,3)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(-0,2)	0,4	0,2	(+0,1)	0,1	(-0,0)
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)							
Necesidades de liquidez agregadas	706,5	(+60,1)	646,5	710,1	(+7,7)	702,4	(+31,7)
Factores autónomos*	593,3	(+59,9)	533,5	596,8	(+7,5)	589,3	(+31,8)
Exceso de liquidez	600,3	(+116,4)	483,9	640,2	(+86,5)	553,7	(+49,0)
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	-0,25	(-0,05)	-0,20	-0,30	(-0,10)	-0,20	(+0,00)
Eonia medio	-0,184	(-0,055)	-0,130	-0,227	(-0,091)	-0,135	(+0,003)

Fuente: BCE.

* El valor total de los factores autónomos incluye «partidas en curso de liquidación».

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).

Recuadro 4

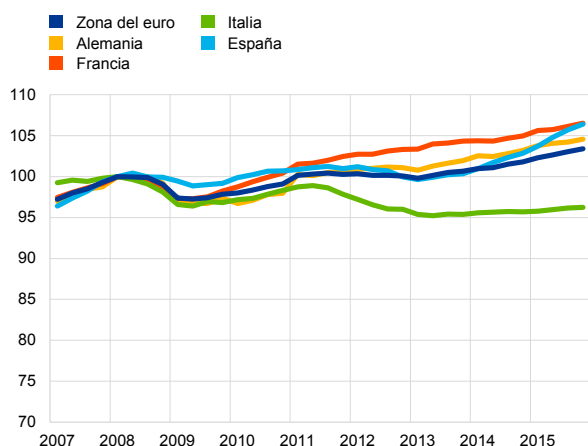
Factores determinantes de la actividad relativamente intensa de los servicios en la zona del euro

El sector servicios ha sido uno de los motores de la recuperación actual de la zona del euro desde el primer trimestre de 2013, lo que induce a plantearse qué factores concretos explican la actividad relativamente intensa de los servicios¹. Los servicios totales (de mercado y de no mercado) representan alrededor de tres cuartas partes del total del valor añadido de la zona del euro. El valor añadido de los servicios totales en términos reales ha crecido de manera sostenida desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2013 y ha alcanzado máximos históricos (véase gráfico A). Los servicios de mercado han supuesto prácticamente el 90 % del crecimiento total del valor añadido del sector en la zona de euro desde el primer trimestre de 2013. En cambio, en 2015 el valor añadido de la industria (incluida la construcción) en la zona del euro todavía se encontraba casi un 10 % por debajo del máximo registrado a principios de 2008 (véase gráfico B).

Gráfico A

Valor añadido de los servicios totales en la zona del euro y en sus cuatro países de mayor tamaño

(I TR 2008 = 100; volúmenes encadenados ajustados de efectos de calendario y estacionales)

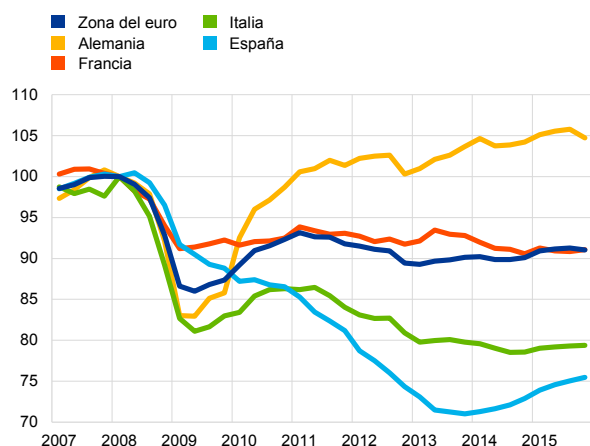


Fuente: Eurostat.

Gráfico B

Valor añadido de la industria en la zona del euro y en sus cuatro países de mayor tamaño

(I TR 2008 = 100; volúmenes encadenados ajustados de efectos de calendario y estacionales)



Fuente: Eurostat.

Si se consideran los países de mayor tamaño de la zona del euro, se observa un panorama similar, con las excepciones de que el valor añadido de los servicios totales en Italia es comparativamente bajo y de que el valor añadido de la industria en Alemania se ha situado en máximos históricos en los últimos trimestres.

¹ Para una descripción más detallada de la evolución de los distintos sectores de la zona del euro, véase el artículo titulado «Euro area sectoral activity since 2008», *Boletín Mensual* de mayo de 2014.

La encuesta trimestral de opinión empresarial de la Comisión Europea sobre el sector servicios de la zona del euro permite conocer los factores que están estimulando o dificultando la actividad de los servicios de mercado. En la encuesta se incluye la siguiente pregunta: «¿Cuáles son los principales factores que limitan actualmente el crecimiento de su empresa?», para la que se ofrecen como posibles respuestas «ninguno», «demanda insuficiente», «falta de empleados», «falta de espacio y/o equipos», «limitaciones financieras» y «otros factores», y se indica a los encuestados que seleccionen cuantas opciones sean aplicables en su caso. Estos factores se expresan como porcentaje del número total de encuestados.

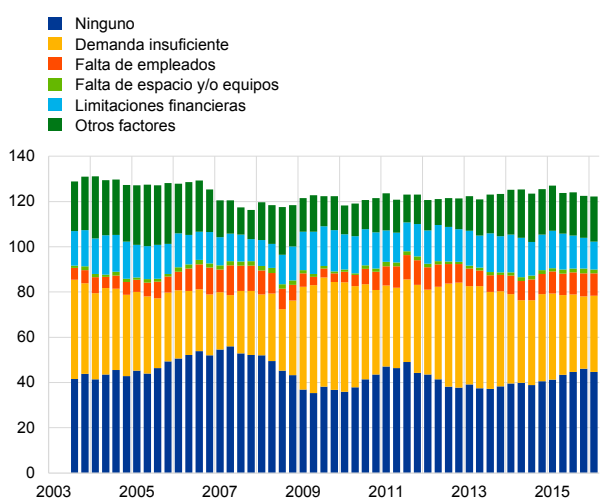
A pesar de haber aumentado, la demanda sigue siendo el principal factor limitador de la actividad citado por las empresas de servicios de mercado de la zona del euro, aunque también se aprecia una reducción de las limitaciones financieras en comparación con el mismo período del año

anterior. En la recuperación actual, aproximadamente la mitad de todas las empresas de servicios señala que su actividad no se ve afectada por ningún tipo de restricción, como apunta el indicador relativo a la ausencia de factores que limitan la actividad, que se situó en el 45 % en enero de 2016 (véase gráfico C). Aun así, dicho indicador ha aumentado de manera sostenida desde el cuarto trimestre de 2012. Este resultado refleja la evolución de la tasa de utilización de la capacidad productiva en las ramas de los servicios, que también ha registrado un crecimiento continuado desde el cuarto trimestre de 2012. En enero de 2016, un tercio de las empresas participantes en la encuesta señaló una «demanda insuficiente». Así pues, la falta de demanda continúa siendo el principal impedimento para la actividad de los servicios de mercado, aunque la importancia de este factor ha disminuido en el último año. Las categorías «ninguno» y «demanda insuficiente» fueron, con diferencia, las dos respuestas más frecuentes de las empresas de servicios (como suele ser habitual, y al igual que

Gráfico C

Factores que limitan la actividad de los servicios en la zona del euro

(en porcentaje del número total de encuestados)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: Los porcentajes suman más del 100%, ya que las empresas pueden citar más de un factor limitador de la actividad.

en el caso de las empresas manufactureras y constructoras). La tercera respuesta más repetida en la encuesta de enero de este año, con una incidencia del 20 %, fue «otros factores», que se citó con mayor frecuencia que en la recesión del período comprendido entre 2011 y 2013. Las empresas de servicios se han beneficiado de la mejora de las condiciones financieras, ya que, en enero, un 12 % de estas empresas indicó que las «limitaciones financieras» eran un factor limitador de su actividad, frente a un 16 % en el año anterior. Esta mejora de cuatro puntos porcentuales fue similar a la que registró el indicador de demanda durante el mismo período. Para completar el panorama, un 10 % de las empresas de servicios mencionó la «falta de empleados», mientras que solo alrededor de un 2 % señaló la «falta de espacio y/o equipos».

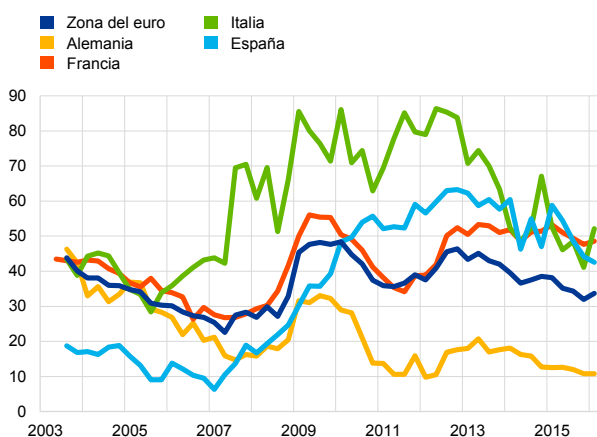
Las limitaciones a la actividad de los servicios en la zona del euro señaladas en la encuesta ocultan diferencias significativas entre los distintos países.

Entre los cuatro países de mayor tamaño de la zona del euro, el factor «demanda insuficiente» desempeña un papel muy reducido en Alemania, pero más significativo en los otros tres países, donde alrededor de la mitad de las empresas de servicios citaron la falta de demanda (véase gráfico D). Otro de los factores que prácticamente no tuvo influencia en Alemania en enero de este año fueron las «limitaciones financieras», mientras que una cuarta parte de las empresas de servicios italianas señaló que las condiciones financieras seguían dificultando su actividad (véase gráfico E). La importancia de este factor ha ido disminuyendo en

Gráfico D

Indicador de demanda insuficiente en los servicios en la zona del euro y en sus cuatro países de mayor tamaño

(en porcentaje del número total de encuestados)



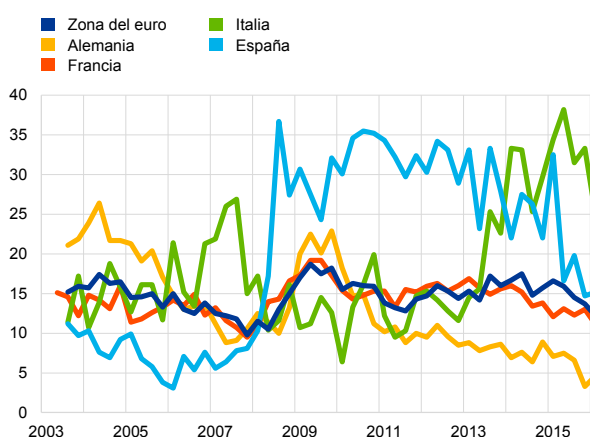
Fuente: Comisión Europea.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden al primer trimestre de 2016.

Gráfico E

Indicador de limitaciones financieras en los servicios en la zona del euro y en sus cuatro países de mayor tamaño

(en porcentaje del número total de encuestados)

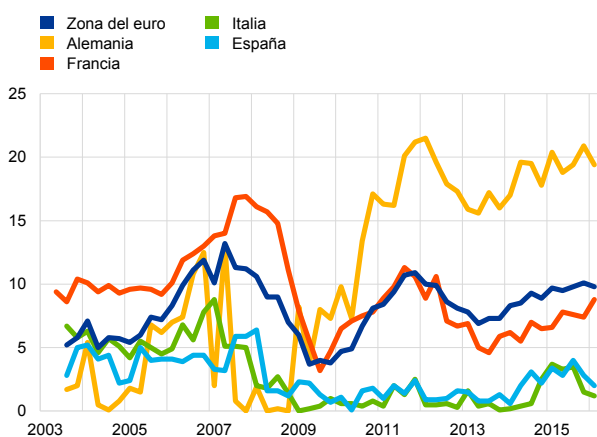


Fuente: Comisión Europea.

Gráfico F

Indicador de falta de empleados en los servicios en la zona del euro y en sus cuatro países de mayor tamaño

(en porcentaje del número total de encuestados)



Fuente: Comisión Europea.

España desde enero de 2015, cuando se situaba en un nivel similar al de Italia. En cambio, una de cada cinco empresas de servicios alemanas indicó que la «falta de empleados» era una de las causas que limitaba la actividad del sector, mientras que este indicador se mantiene en niveles bajos tanto en Italia como en España (véase gráfico F).

También se aprecian diferencias significativas dentro del sector servicios a un nivel más desagregado.

En los últimos trimestres, cerca de la mitad de las empresas dedicadas al almacenamiento y actividades anexas al transporte, a actividades inmobiliarias, y a programación, consultoría y otras actividades informáticas, ha señalado en las encuestas la ausencia de factores limitadores de la

actividad en el sector. Esta información sugiere que la actual recuperación se está viendo impulsada, en especial, por estas ramas de servicios de mercado. En efecto,

Gráfico G Contribuciones al crecimiento del valor añadido de los servicios totales en la zona del euro

(tasa de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

desde el primer trimestre de 2013, una tercera parte del crecimiento del valor añadido total del sector servicios en la zona del euro procede de los servicios de comercio, transporte y hostelería, y casi una cuarta parte, de actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares (véase gráfico G). La contribución de las actividades inmobiliarias y de los servicios TIC al incremento del valor añadido total del sector servicios en la zona del euro ha sido de dos dígitos desde el primer trimestre de 2013. En enero, las encuestas indicaron que las restricciones financieras afectaban particularmente a las empresas de telecomunicaciones (a una de cada cinco) y la falta de empleados, a las empresas de actividades relacionadas con el empleo (a un 40% de las empresas, el nivel más elevado desde que empezaron los registros en el tercer trimestre de 2003; estas actividades se refieren a los servicios de las agencias de colocación y las agencias de trabajo temporal, así como a otros servicios de provisión de recursos humanos).

En general, la debilidad de la demanda sigue siendo el principal factor que frena la actividad de los servicios en la zona del euro, aunque por países y subsectores también influyen otros aspectos. Por ejemplo, entre los factores limitadores de la actividad en este sector, las empresas de servicios de mercado citan con relativa frecuencia las restricciones financieras en Italia y la falta de empleados en Alemania.

Recuadro 5

El impacto del descenso de los precios del petróleo sobre el superávit por cuenta corriente de la zona del euro

En este recuadro se describe el impacto del reciente descenso de los precios del petróleo en las balanzas por cuenta corriente de la zona del euro y de los distintos países que la integran¹. Los precios del petróleo empezaron a descender gradualmente en 2012, antes de que la caída se acelerara de forma acusada en la segunda mitad de 2014. Entre mediados de 2014 y finales de 2015, el precio del crudo se redujo en torno a un 55% en dólares estadounidenses y a un 45% en euros. Habida cuenta de que la zona del euro es un importador neto de petróleo, una caída de los precios de esta materia prima equivale a una mejora de la relación real de intercambio. Además, debido a que la demanda de petróleo es relativamente inelástica a los precios, una disminución de los precios del crudo suele ir asociada a una mejora del saldo energético y de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, y lo mismo puede decirse de los distintos países de la zona del euro, todos

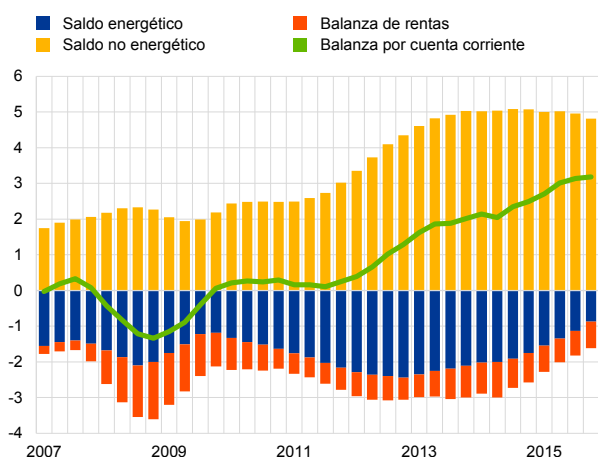
ellos importadores netos de petróleo en la actualidad². Habitualmente, el efecto directo de una caída de los precios del petróleo sobre la balanza por cuenta corriente se ve contrarrestado solo en parte por efectos indirectos, como una mayor demanda de importaciones no energéticas derivada del aumento de la actividad económica interna y la reducción de las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro a países exportadores de petróleo.

El saldo energético de la zona del euro ha registrado una mejora equivalente a casi el 1% del PIB desde mediados de 2014, lo que explica el incremento del superávit por cuenta corriente, desde alrededor del 2% hasta justo por encima del 3% del PIB (véase gráfico A). La reducción de la factura energética está básicamente en línea con el efecto automático de un descenso de los precios del crudo de la magnitud observada si las importaciones netas

Gráfico A

Desagregación de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; medias de cuatro trimestres; datos sin desestacionalizar)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: La descomposición de las exportaciones e importaciones en componentes energéticos y no energéticos se basa en las estadísticas sobre comercio exterior de Eurostat. El componente no energético incluye servicios. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015.

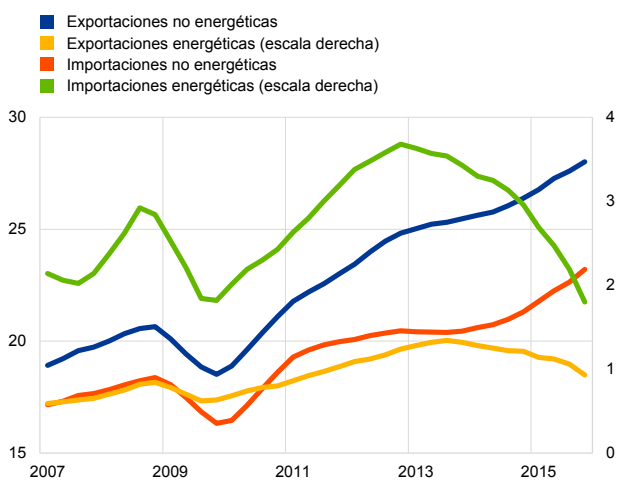
¹ Para más información sobre el impacto del descenso del precio del petróleo sobre la inflación y la actividad económica, véase el recuadro titulado «The recent oil price decline and the euro area economic outlook», *Boletín Económico*, Número 1, BCE, 2015.

² En este recuadro, el saldo energético se corresponde con el capítulo 33 de la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI), esto es, «petróleo, productos derivados del petróleo y productos conexos». Algunos países con industrias de refino de petróleo, como Grecia y los Países Bajos, registran simultáneamente abultadas importaciones y exportaciones brutas dentro de este capítulo.

reales se mantienen sin variación. Entre los demás componentes de la balanza por cuenta corriente, la balanza de rentas solo mejoró ligeramente durante este período, mientras que el saldo no energético se mantuvo relativamente estable³. En cambio, las mejoras de la balanza por cuenta corriente registradas en años

Gráfico B Desagregación de las importaciones y exportaciones de la zona del euro

(en porcentaje del PIB, medias de cuatro trimestres; datos sin desestacionalizar)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: La desagregación de las exportaciones e importaciones en componentes energéticos y no energéticos se basa en las estadísticas sobre comercio exterior de Eurostat. El componente no energético incluye servicios. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015.

anteriores se debieron sobre todo a los avances del saldo no energético resultantes del proceso de reequilibrio externo en la zona del euro. De hecho, desde una perspectiva de más largo plazo, el grueso del ajuste de la balanza por cuenta corriente de alrededor del 4,5 % del PIB desde 2008 se explica por el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro como consecuencia del fortalecimiento de la demanda mundial y de las ganancias de competitividad, así como por una contracción de las importaciones en las primeras fases de dicho período.

Durante el pasado año, las importaciones no energéticas de la zona del euro repuntaron y crecieron a un ritmo algo más rápido que las exportaciones no energéticas (véase gráfico B).

El valor de las importaciones de bienes y servicios de la zona del euro, excluido el petróleo, se vio impulsado por la recuperación en curso de la demanda interna en la zona.

El reciente descenso de los precios del petróleo también dio lugar a una mejora significativa de la balanza por cuenta corriente en muchos países de la zona del euro (véase gráfico C). Entre 2014 y 2015, el déficit energético se redujo en todos los países de la zona del euro en un rango comprendido entre el 1,4 % del PIB en el caso de Chipre y el 0,1 % del PIB en el de Lituania. En muchos países de la zona del euro, la mejora del saldo energético fue el factor que más influyó en la evolución de la balanza por cuenta corriente en 2015. En particular, el incremento del superávit por cuenta corriente de Alemania durante este período también se explica fundamentalmente por la reducción del déficit energético.

En síntesis, el reciente descenso de los precios del petróleo ha incrementado el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro en casi el 1 % del PIB. La trayectoria implícita en los mercados de futuros apunta actualmente a un aumento gradual de los precios del petróleo en los próximos años⁴, que, de materializarse, podría revertir parcialmente las mejoras de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro relacionadas con el petróleo a medio plazo (véase recuadro 2).

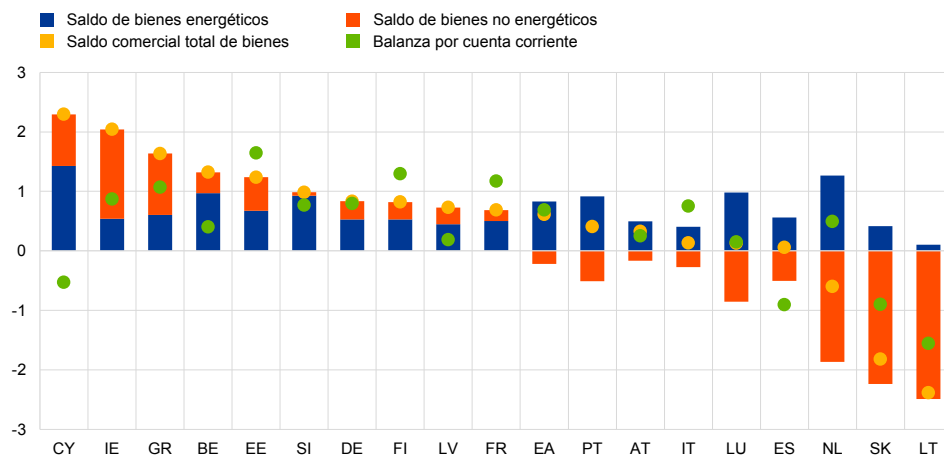
³ La balanza de rentas incluye rentas primarias (fundamentalmente, rentas netas de inversión) y rentas secundarias (pagos netos de transferencias).

⁴ Véase «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016», disponible en <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

Gráfico C

Desagregación de las variaciones en el saldo comercial de bienes y de las variaciones en la balanza por cuenta corriente entre 2014 y 2015

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: El saldo comercial de bienes se ha obtenido de las estadísticas de comercio exterior de Eurostat. Para los países de la zona del euro, la variación medida es la registrada entre la media de los cuatro trimestres transcurridos hasta el tercer trimestre de 2015 y la cifra anual de 2014. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2015 para los países de la zona del euro y al cuarto trimestre de 2015 para la zona del euro.

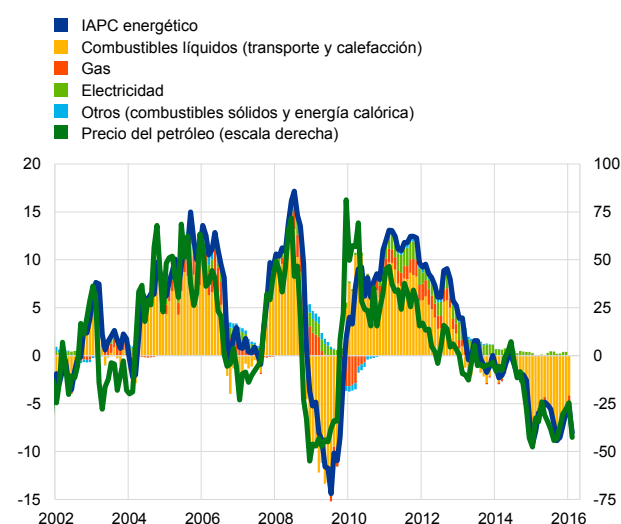
Recuadro 6

Los precios del petróleo y los precios de consumo de la energía en la zona del euro

El importante impacto negativo actual de los precios de la energía sobre la inflación medida por el IAPC general refleja fundamentalmente el efecto

Gráfico A
Precios del petróleo y componentes energéticos del IAPC

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



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

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a febrero de 2016 (estimación preliminar del IAPC; desglose no disponible).

de las variaciones del precio del petróleo en euros

(véase gráfico A). Sin embargo, no hay una relación biunívoca rigurosa, aunque es bastante estrecha, entre las variaciones de los precios del crudo y los precios de consumo totales de la energía. En concreto, la intensidad y la distribución en el tiempo de esta relación varían según los principales componentes energéticos¹. Con el trasfondo de las acusadas caídas que han experimentado recientemente los precios del petróleo, en este recuadro se analizan algunos factores relevantes que pueden influir en los movimientos coincidentes de los precios del petróleo y de los precios de consumo de la energía en la zona del euro en términos del grado de automatismo, la magnitud y la distribución en el tiempo. Habida cuenta de que estos factores pueden ser diferentes en los distintos componentes de precios de la energía, se consideran por separado para los combustibles líquidos, el gas y la electricidad.

Las variaciones de los precios de consumo de los combustibles líquidos reflejan una transmisión directa, completa y rápida de los movimientos de los precios del crudo.

Esta transmisión suele poder detectarse en unas pocas semanas². A muy corto plazo, los costes y los márgenes de refino y distribución tienden a amortiguar ligeramente los movimientos de los precios del crudo, pero su evolución es más estable e independiente en horizontes a más largo plazo. Por ejemplo, los costes y márgenes de la gasolina y los de refino y distribución han aumentado ligeramente desde la segunda mitad de 2015, pero estas variaciones se han visto dominadas por las fluctuaciones muy acusadas que han experimentado los precios

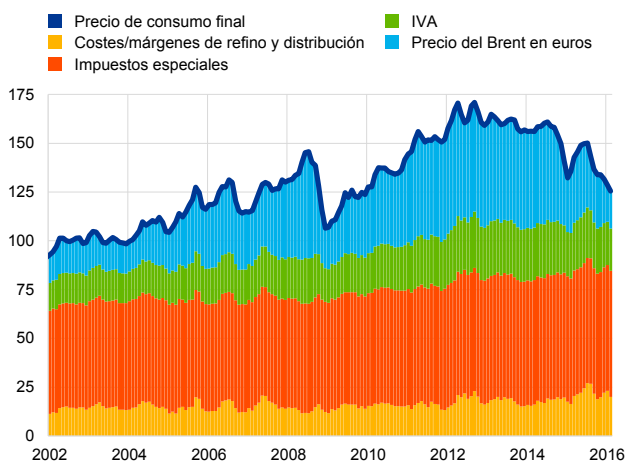
¹ Véase el informe sobre cuestiones estructurales de 2010 (*2010 Structural Issues Report*) titulado «Energy markets and the euro area macroeconomy» [publicado también como Documento Ocasional (*ECB Occasional Paper Series, N.º 113*)]. Véase, en particular, la sección 3.2, titulada «Direct first-round effects».

² En promedio, en la zona del euro, aproximadamente el 75 % de las variaciones se transmite en tres semanas, y más del 90 % en cinco semanas. Véase A. Meyler, «The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices», *Energy Economics*, vol. 31, número 6, noviembre de 2009, pp. 867-881.

del crudo (véase gráfico B). Los impuestos indirectos representan una parte significativa del precio final de consumo de los combustibles líquidos. Los impuestos

Gráfico B
Descomposición de los precios de consumo de la gasolina

(céntimos de euro por litro)



Fuentes: BPI, Bloomberg, Boletín Petrolífero de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

especiales se fijan en céntimos de euro por litro y no presentan relación con los precios del petróleo. Los impuestos sobre el valor añadido son un porcentaje del precio, incluidos los impuestos especiales, y, por lo tanto, varían en paralelo a los precios del petróleo. En general, el descenso de alrededor del 25 % de los precios de consumo de los combustibles líquidos en la zona del euro registrado desde julio de 2014 refleja la transmisión prácticamente completa de la pronunciada caída (más del 60 %) de los precios del crudo en euros³.

Los precios de consumo del gas están determinados en gran medida por los precios mayoristas, que no necesariamente se mueven en paralelo a los precios del petróleo. Tradicionalmente,

en Europa, los precios mayoristas del gas (en particular, los precios en frontera) estaban vinculados a los precios

del petróleo por contratos a largo plazo con un retardo de entre tres y seis meses, aproximadamente. No obstante, a medida que los mercados al contado se han ido desarrollando en Europa, este vínculo ha perdido fuerza, lo que implica un posible debilitamiento de la relación entre la evolución de los precios de consumo del gas y los precios del crudo. La proporción de la de formación de los precios del gas en los mercados mayoristas vinculada al petróleo se redujo del 80 % al 30 % entre 2005 y 2014⁴. Pese a esta desvinculación, los precios mayoristas del gas han caído a la par que los del petróleo en los últimos años (véase gráfico C). Con todo, esto es más bien un reflejo del equilibrio entre la oferta y la demanda de gas en Europa que un vínculo automático con las variaciones de los precios del crudo⁵. Los costes y márgenes de las redes y la distribución de gas, así como los impuestos, generan una brecha entre los precios mayoristas y los precios de consumo del gas, como es el caso de los precios de los combustibles líquidos⁶. Los movimientos de los precios mayoristas del gas suelen transmitirse con un breve retardo de tres a seis meses. El retardo en la transmisión significa también que los costes y márgenes de distribución

³ El elevado porcentaje de impuestos especiales hace que la elasticidad de los precios de consumo a los precios del petróleo (es decir, la variación porcentual del precio de consumo en respuesta a una variación porcentual determinada del precio del petróleo) sea relativamente reducida/elevada con niveles reducidos/elevados de los precios del petróleo.

⁴ Véase el documento de la Unión Internacional del Gas titulado *Wholesale Gas Price Survey* – Edición 2015. Véase también el informe de la Comisión Europea titulado *Quarterly Report on European Gas Markets*, volumen 8, número 3, tercer trimestre de 2015.

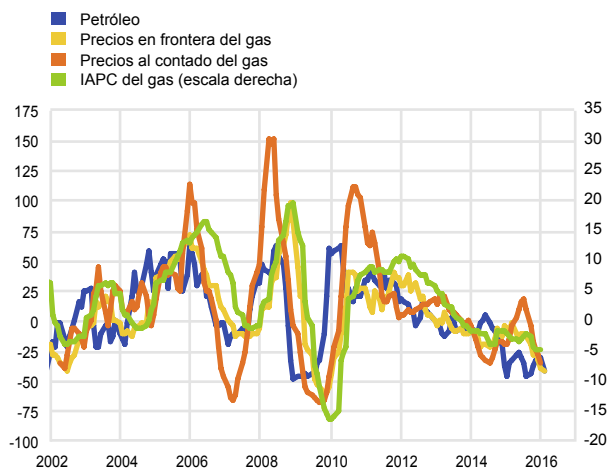
⁵ Debido a los costes de transporte del gas (que requieren instalaciones de licuefacción y regasificación), las oportunidades de arbitraje internacional (como con el gas de Estados Unidos) son relativamente limitadas y solo son ventajosas cuando los diferenciales de precios son bastante elevados.

⁶ En promedio, en 2014 y 2015 los precios mayoristas representaron aproximadamente el 40 % de los precios de consumo del gas, los costes y márgenes de distribución en torno al 33 %, y los impuestos algo más del 25 %, según cálculos de los expertos del BCE obtenidos a partir de datos de Eurostat y de Haver Analytics.

Gráfico C

Precios del petróleo, precios mayoristas del gas y precios de consumo del gas

(tasas de variación interanual)

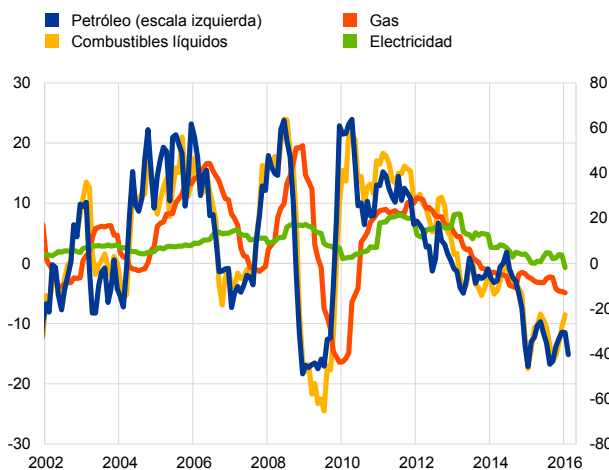


Fuentes: Eurostat, Bloomberg, BPI, Haver Analytics y cálculos del BCE.

Gráfico D

Precios del petróleo y componentes de los precios de consumo de la energía

(tasas de variación interanual)



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

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a febrero de 2016 (petróleo) y enero de 2016 (componentes energéticos del IAPC).

inicialmente tienden a disminuir cuando los precios mayoristas están aumentando, y viceversa, pero para revertir posteriormente. Desde julio de 2014, los precios mayoristas del gas en la zona del euro han descendido un 33 %, y los precios de consumo, aproximadamente un 5 %⁷.

Los precios de consumo de la electricidad tienen un débil vínculo directo con la evolución de los precios del petróleo, reflejando las diferentes formas de producción de la electricidad.

Los principales métodos de generación de electricidad en la zona del euro son los combustibles fósiles, como gas o carbón/lignito; la explotación de fuentes de energía renovables, como la energía hidroeléctrica, solar o eólica; y la fisión nuclear. El petróleo rara vez se utiliza para generar electricidad, aunque, debido a los movimientos coincidentes del gas y del petróleo, se ha observado cierta correlación con los precios de la electricidad, pero es mucho más frágil y presenta un retardo mayor que en el caso de los combustibles líquidos o el gas (véase gráfico D). Además, esto sucede principalmente en países en los que el gas es el origen de una parte relativamente elevada de la electricidad generada. En la zona del euro en 2014 (el año más reciente para el que se dispone de datos de Eurostat), casi el 40 %, en promedio, de los precios de consumo de la electricidad correspondió a costes energéticos y de suministro, en torno al 25 % a costes de red, y el resto —aproximadamente el 33 %—, a impuestos y tasas. Desde julio de 2014, los precios de consumo de la electricidad en la zona del euro han aumentado (alrededor de un 1 %), pero disminuyeron marginalmente en términos interanuales a principios de 2016.

En general, la actual tasa de variación negativa de los precios de consumo de la energía refleja

el impacto de las caídas de los precios del petróleo, principalmente a través de los precios de consumo de los combustibles líquidos.

Los precios de consumo de los combustibles líquidos (transporte y calefacción) —que representan aproximadamente la mitad del componente energético— presentan el vínculo más directo, más estrecho y más rápido con los precios del petróleo. Los precios de consumo del gas y, en particular, de la electricidad suelen tener un vínculo menos

⁷ Los precios de consumo del gas han disminuido en todos los países de la zona del euro, con algunas diferencias en cuanto a su magnitud, debido, en parte, a modificaciones de la regulación nacional.

directo y más débil, y responden con un retardo mayor. Tomando como base los precios del petróleo, del gas y de la electricidad, así como los de los mercados de futuros, es probable que los precios de consumo de la energía —no solo los de los combustibles líquidos, sino también los del gas— continúen teniendo un impacto negativo sobre la inflación en 2016, mientras que los precios de consumo de la electricidad probablemente se mantengan moderados.

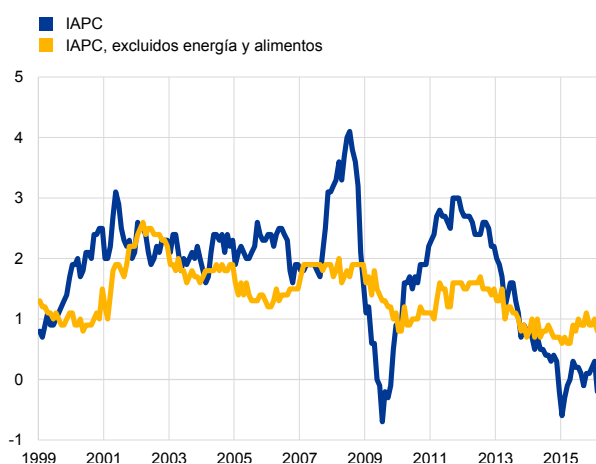
Recuadro 7

La relación entre el IAPC y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos

Gráfico A

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

(tasas de variación interanual)



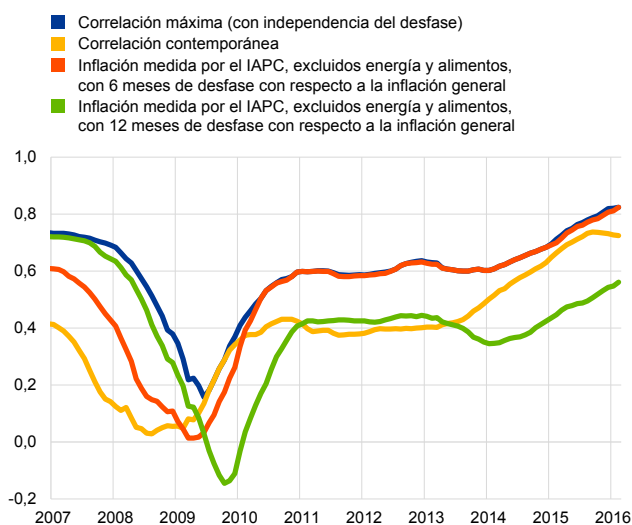
Fuente: Eurostat.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a febrero de 2016.

Gráfico B

Correlaciones y estructura de desfases entre la inflación general y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos

(coeficiente de correlación)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las correlaciones se calculan para una ventana móvil de ocho años; los resultados son cualitativamente similares al contemplar otros horizontes, como una ventana móvil de cinco años.

Mientras que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha sido muy baja o incluso negativa desde finales de 2014, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ha rondado niveles próximos al 1% durante el mismo período (véase gráfico A). Ya existen precedentes de una gran diferencia entre la inflación general y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aunque en el pasado ha sido más habitual la pauta contraria (en la que la inflación general es más alta). Al situarse la inflación general por debajo del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, desde 2014, se ha reavivado el interés por la relación entre ambas medidas de inflación y por el papel de esta última en el análisis económico de la estrategia de política monetaria del BCE.

El IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y la inflación general suelen presentar un grado de correlación bastante alto, mostrando la primera un desfase con respecto a la segunda. El desfase con el que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, está más estrechamente correlacionada con la inflación general se ha reducido desde la crisis financiera. Para ilustrarlo, el gráfico B muestra que, tras la crisis, el grado de correlación con un desfase de seis meses (línea roja) era más elevado que con un desfase de doce meses (línea verde). El hecho de que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, vaya desfasada a corto plazo con respecto a la inflación general está relacionado principalmente con las diferentes velocidades de transmisión de las perturbaciones de los precios de las materias primas a los distintos componentes del IAPC. Por ejemplo, una perturbación de los precios del petróleo se transmite casi de inmediato al componente energético del IAPC y, por ende, al IAPC general, pero se traslada con un desfase al resto de componentes del IAPC, vía efectos

indirectos y, posiblemente, de segunda vuelta. El desfase más corto con el que se ha producido la correlación máxima en los últimos años puede que indique una transmisión algo más rápida, aunque también podría simplemente reflejar la simultaneidad en el momento y la dirección de las perturbaciones de los precios del petróleo y de otras perturbaciones que afectan a los componentes no energéticos del IAPC.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, es deficiente como indicador predictivo de la evolución de la inflación general para horizontes cortos, pero puede aportar mayor información que la propia inflación general con respecto a las tendencias inflacionistas a medio plazo.

Esta peor capacidad predictiva a corto plazo de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se debe al desfase que presenta con respecto a la inflación general. El cuadro muestra la raíz del error cuadrático medio (RECM) de las predicciones de la inflación general a 3, 6, 12 y 24 meses vista para el IAPC general y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. En el caso de los horizontes más cortos, como a 3 y 6 meses, la inflación general actual proporciona previsiones más precisas que el IAPC actual, excluidos la energía y los alimentos, mientras que este último indicador se comporta mejor a la hora de predecir la inflación general a 12 y 24 meses vista. Esto es coherente con una situación en la que perturbaciones excepcionales en el nivel de precios derivadas de una variación de los precios de las materias primas afectan a la tasa de inflación general únicamente durante los doce meses siguientes, pero no durante un horizonte más largo. La conclusión estadística de que el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, presenta una mejor capacidad de predicción de las presiones inflacionistas a medio plazo se deriva del hecho de que incorpora menos «ruido» que la inflación general, tal como confirman todas las medidas de volatilidad presentadas en el cuadro. Así pues, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, es útil para analizar más allá de las perturbaciones a corto plazo.

Cuadro

Media, volatilidad y capacidad predictiva de la inflación general, enero de 1999-febrero de 2016

	Media	Volatilidad			Capacidad de predicción de la inflación general para distintos horizontes			
	Tasa de inflación media	Desviación típica	Coefficiente de variación	Variación absoluta media	RECM 3 meses	RECM 6 meses	RECM 12 meses	RECM 24 meses
Inflación general	1,79	0,95	0,53	0,18	0,50	0,75	1,18	1,36
Inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos	1,43	0,46	0,32	0,11	0,91	0,95	1,02	1,14

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El coeficiente de variación es la desviación típica dividida por la media. La variación absoluta media es la media del valor absoluto de la primera diferencia mensual de cada medida de inflación. El RECM es la raíz cuadrada de la diferencia cuadrática media con respecto a la tasa de inflación general futura a 3, 6, 12 y 24 meses. Los estadísticos se han calculado utilizando tasas de crecimiento anual.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, no es una medida «ideal» de la inflación subyacente¹. No hay una definición ampliamente aceptada de inflación subyacente, pero en la práctica cualquiera de las medidas que se utilice debe captar los componentes más persistentes de la inflación y,

¹ Para un análisis más exhaustivo del tema, véase el recuadro titulado «¿Son los subíndices del IAPC medidas de la inflación subyacente?», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2013.

de este modo, debe seguir las tendencias de la inflación. Sin embargo, el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, puede resultar afectado, en cualquier momento, por factores temporales sin implicaciones a medio plazo (por ejemplo, efectos indirectos de variaciones de los precios de las materias primas, variaciones de los precios administrados, impuestos indirectos o efectos de calendario). Además, los componentes de energía y alimentos excluidos pueden presentar dinámicas más persistentes, debido por ejemplo a las tendencias de los precios de las materias primas, tal como se observó a principios de la pasada década. Estas dinámicas podrían tener implicaciones para la inflación a medio plazo, por lo que deben ser captadas por una medida de la inflación subyacente. El hecho de que los precios de la energía y los alimentos puedan tener un componente persistente se refleja en que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, es un indicador sesgado de la inflación general a medio plazo, ya que su media a largo plazo se ha situado por debajo de la media de la inflación general. Los precios de la energía han subido a una tasa interanual media ligeramente inferior al 4 % desde 1999, propiciando una brecha entre la inflación general media y el IAPC medio, excluidos la energía y los alimentos.

El BCE ha formulado su objetivo de estabilidad de precios en términos de la inflación general, debido principalmente a su relevancia para medir el poder adquisitivo de los ciudadanos.

Lo que les importa a los consumidores es mantener el poder adquisitivo de la moneda, medido por el índice de precios más representativo, incluidos la energía y los alimentos (que suponen alrededor del 30 % de la cesta de consumo). Además, toda medida de inflación que excluya algunos artículos de la cesta de consumo conlleva un cierto grado de arbitrariedad, que podría socavar la credibilidad del objetivo de política monetaria.

La orientación a medio plazo de la política monetaria del BCE garantiza que no se haga excesivo hincapié en la evolución de la inflación a corto plazo.

El grado sumamente imperfecto de control que los bancos centrales pueden ejercer sobre cualquier medida de inflación a corto plazo es una de las razones fundamentales por las que la estrategia de política monetaria del BCE se ha articulado en términos de estabilización de la inflación a medio plazo. La orientación a medio plazo de la política monetaria permite ignorar la evolución transitoria y centrarse en las tendencias inflacionistas subyacentes. Aunque el banco central puede, en determinadas circunstancias, alargar la duración del horizonte de medio plazo en el que se ha comprometido que la inflación vuelva a ser acorde con su objetivo, este horizonte no puede prolongarse hasta tal punto que los ciudadanos ya no puedan comprobar, de ninguna manera razonable, si se ha cumplido o no el objetivo del banco central.

En línea con estas consideraciones, todos los bancos centrales de las principales economías industrializadas centran su atención en la inflación general a la hora de formular sus objetivos de estabilidad de precios.

Aun así, muchos bancos centrales, incluyendo el BCE, realizan un seguimiento de una amplia gama de medidas de la inflación subyacente, que hacen abstracción de la volatilidad a corto plazo, para calibrar las tendencias inflacionistas. Además de la inflación

medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, el BCE efectúa un seguimiento de distintas medidas de la inflación basadas en la exclusión de componentes y de medidas basadas en modelos, así como de la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo².

² Véanse el recuadro titulado «¿Ha llegado la inflación subyacente a un punto de inflexión?», *Boletín Económico*, BCE, julio de 2015, y el artículo titulado «[Las expectativas de inflación en la zona del euro: análisis de la evolución reciente](#)», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2011.

Recuadro 8

El procedimiento de desequilibrios macroeconómicos de 2016 y la implementación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015

El procedimiento de desequilibrios macroeconómicos de 2016 representa la quinta ocasión en la que se ha aplicado esta herramienta de vigilancia macroeconómica desde su establecimiento en noviembre de 2011. Este procedimiento trata de evitar la aparición de desequilibrios macroeconómicos perjudiciales en los países de la UE y de corregirlos cuando sean excesivos. Tras una primera revisión en otoño a partir de un conjunto de indicadores, la Comisión Europea realiza un examen exhaustivo a un grupo seleccionado de países (como parte de sus informes anuales por países), con el fin de determinar la gravedad de los posibles desequilibrios. Si se detectan desequilibrios, el Estado miembro en cuestión recibe recomendaciones del Consejo de la Unión Europea (basadas en las recomendaciones de la Comisión) dentro del componente preventivo del procedimiento. En cambio, si se considera que los desequilibrios son excesivos, el procedimiento de desequilibrio excesivo debería iniciarse a partir de una recomendación de la Comisión¹. Con arreglo a este componente corrector del procedimiento, es necesario presentar un plan de acción correctiva en el que se explicará cómo se hará frente a estos desequilibrios excesivos. En caso de incumplimiento reiterado de la obligación de presentar un plan adecuado o de incumplimiento de uno aprobado con anterioridad, el Consejo puede imponer sanciones económicas al país de la zona del euro en cuestión.

Resultado de la evaluación por parte de la Comisión Europea del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos de 2016

El pasado 8 de marzo, la Comisión Europea determinó que cinco países registran desequilibrios excesivos (Bulgaria, Francia, Croacia, Italia y Portugal; véase cuadro A). El año pasado ya se había constatado la existencia de desequilibrios excesivos en estos cinco países. La Comisión ha detectado desequilibrios en Alemania, Irlanda, España, Países Bajos, Eslovenia, Finlandia y Suecia. Para estos países no es posible realizar una comparación directa con las evaluaciones llevadas a cabo por la Comisión en 2015, debido a que este año se

¹ Véase el considerando 22 del Reglamento (UE) nº 1176/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos.

Cuadro A

Conclusiones de la Comisión Europea sobre el procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos de 2016

(1) Sin desequilibrios		(2) Desequilibrios				(3) Desequilibrios excesivos		(4) Desequilibrios excesivos y aplicación del componente corrector	
2015	2016	2015			2016	2015	2016	2015	2016
		i) Medidas	ii) Medidas decididas	iii) Medidas decididas y seguimiento específico	Distintos grados de seguimiento específico	Seguimiento específico			
CZ	BE*	BE	DE	IE	DE	BG	BG		
DK	CZ	NL	HU	ES	IE	FR**	FR		
EE	DK	RO		SI	ES	HR**	HR**		
LV	EE*	FI			NL	IT	IT		
LT	LV	SE			SI	PT	PT**		
LU	LT	UK			FI				
MT	LU				SE				
AT	HU*								
PL	MT								
SK	AT*								
	PL								
	RO*								
	SK								
	UK*								

Fuente: Comisión Europea.

Notas: En 2015, los países con desequilibrios se dividieron en tres categorías: i) desequilibrios que requieren medidas y seguimiento; ii) desequilibrios que requieren medidas decididas y seguimiento, y iii) desequilibrios que requieren medidas decididas y un seguimiento específico. En 2016, estas tres categorías se han fusionado. Ahora, la Comisión Europea prevé realizar un seguimiento específico (de distinto alcance) de todos los países con desequilibrios y con desequilibrios excesivos. * Países objeto de un examen exhaustivo en 2016. Se consideró que los demás países de esta columna no registraban desequilibrios en la primera fase del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos, el informe sobre el mecanismo de alerta. ** En el caso de Croacia y Portugal, la Comisión examinará específicamente si sus programas nacionales de reformas incluyen medidas suficientemente ambiciosas. Solo en tal caso la Comisión no recurrirá al componente corrector. En 2015 se siguió este mismo procedimiento con Francia y Croacia.

han fusionado tres de las categorías de evaluación del año pasado². La nueva categoría abarca todos los desequilibrios que no sean lo bastante graves como para ser considerados «excesivos». Otra de las novedades de este año se refiere a la decisión de la Comisión de realizar un «seguimiento específico» de todos los países incluidos en esta nueva categoría. No obstante, este proceso de seguimiento, que el año pasado solo se aplicó a los países con desequilibrios más graves, será diferente de unos países a otros en función de la gravedad de la situación. Además, la Comisión dio por concluidos los procedimientos relativos a Bélgica, Hungría, Rumanía y el Reino Unido, tras constatar que ya no registran los desequilibrios detectados el año pasado. También determinó que Estonia y Austria, países que también se habían seleccionado este año para un examen exhaustivo, no presentan desequilibrios. Por tanto, en conjunto, el número de países sin desequilibrios ha aumentado con respecto al año pasado. Sin embargo, esto parece ser más producto de la mayor atención prestada a los países con desequilibrios más graves que el resultado de la adopción de medidas satisfactorias, ya que la implementación de reformas ha sido, en líneas generales, bastante limitada (véase cuadro B).

Aunque ha identificado desequilibrios excesivos en cinco países, la Comisión Europea no propone activar el procedimiento de desequilibrios excesivos (es decir, el componente corrector del procedimiento). Por lo tanto, nuevamente ha optado por no utilizar todas las medidas disponibles. Aun así, ha instado a los países

² Tres antiguas categorías («desequilibrios que requieren medidas y seguimiento», «desequilibrios que requieren medidas decididas y seguimiento» y «desequilibrios que requieren medidas decididas y seguimiento específico») se han fusionado en una categoría, «desequilibrios».

con desequilibrios excesivos a que propongan medidas ambiciosas en sus programas nacionales de reformas (que han de presentarse antes de abril). En el caso de Croacia y de Portugal, la Comisión ha señalado expresamente que examinará detenidamente esos programas, así como que, si no incluyen las medidas necesarias, se planteará la apertura del procedimiento de desequilibrios excesivos para estos dos países en mayo de 2016.

Para garantizar la credibilidad y la eficacia del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos, es esencial realizar una verificación posterior de que las autoridades nacionales realmente implementan las reformas a las que se han comprometido. En este contexto, la Comisión realiza una evaluación anual para determinar hasta qué punto han seguido los países las recomendaciones específicas. En el caso de recomendaciones específicas para cada país de 2015, la evaluación del grado de implementación se incluye en los informes por países publicados por la Comisión el 26 de febrero de 2016.

Evaluación de la implementación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015

En conjunto, los Estados miembros de la UE todavía no han hecho lo suficiente para implementar reformas en respuesta a las recomendaciones específicas para cada país de 2015 (véase cuadro B). La Comisión considera que los progresos en la implementación de la gran mayoría de las recomendaciones de reforma (más del 90 %) solo han sido «moderados» o «limitados», mientras que

Cuadro B
Evaluación de la implementación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015 realizada por la Comisión Europea

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK	
REP 1	Yellow	Yellow	Yellow	Grey	Orange	Grey	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Grey	Orange	Red	Grey	Orange	Orange	Orange	Red	Yellow	Red	Orange	Yellow	Grey	Orange	Grey	Sin evaluar
REP 2	Yellow	Yellow	Yellow	Orange	Orange	Yellow	Yellow	Blue	Yellow	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Red	Yellow	Orange	Yellow	Orange	Yellow	Yellow	Yellow	Green
REP 3	Yellow	Orange	Orange	Orange	Orange	Yellow	Yellow	Blue	Yellow	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Red	Orange	Orange	Orange	Orange	Yellow	Orange	Blue	Yellow	Orange	Yellow	Yellow	Blue
REP 4	Orange	Yellow	Yellow	Orange	Orange	Yellow	Yellow	Yellow	Orange	Orange	Blue	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Yellow	Orange	Yellow	Yellow	Orange	Yellow	Yellow	Yellow
REP 5	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Blue	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
REP 6	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Blue	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Red
Categoría en el PDE de 2016	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(1)	

Fuente: Comisión Europea.

Notas: «No se han implementado» significa que el Estado miembro no ha anunciado ni adoptado ninguna medida para cumplir las recomendaciones. Esta categoría también es aplicable si un Estado miembro ha encargado a una comisión de estudio que evalúe las posibles medidas. «Implementadas de forma limitada» significa que el Estado miembro ha anunciado la adopción de algunas medidas para cumplir las recomendaciones, pero parecen ser insuficientes y/o su adopción o aplicación corre peligro. «Implementadas de forma moderada» significa que el Estado miembro ha anunciado o adoptado medidas para cumplir las recomendaciones. Las medidas son alentadoras, pero aún no se han aplicado todas y su aplicación no es segura en todos los casos. «Implementadas en su mayor parte» significa que el Estado miembro ha adoptado medidas que se han aplicado en su mayoría y que están decididamente orientadas a cumplir las recomendaciones. «Implementadas íntegramente» significa que el Estado miembro ha adoptado y aplicado adecuadamente medidas para cumplir las recomendaciones. La categoría «Sin evaluar» es aplicable a los casos en que la REP 1 se refiere, en su mayor parte o de manera exclusiva, al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, cuyo cumplimiento será evaluado por la Comisión Europea en la primavera de 2016.

En relación con los nombres de las categorías del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos de 2016, véase el cuadro A.

únicamente unas pocas se han implementado «en su mayor parte» o «íntegramente». Este tímido impulso reformista contrasta claramente con la conclusión del año pasado de que un número cada vez mayor de países registraban desequilibrios excesivos. Pese a su mayor vulnerabilidad, los cinco países respecto de los que el año pasado se consideró que presentaban desequilibrios excesivos no alcanzaron, en promedio, tasas de implementación mucho mayores que el Estado miembro promedio de la UE. Como se ha señalado anteriormente, se trata de una cuestión preocupante, porque esos países se comprometieron a poner en marcha una ambiciosa agenda de reformas en 2015, convenciendo así a la Comisión para que no aplicase el procedimiento de desequilibrios excesivos. Esto suscita dudas acerca de la fiabilidad de los anuncios de reformas *ex ante* a la hora de decidir si se aplica o no el procedimiento de desequilibrio excesivo.

De hecho, el esfuerzo reformista ha decaído aún más, pese al menor número de recomendaciones específicas para cada país. El año pasado, la Comisión concluyó que la mayoría de los países solo habían implementado «de forma moderada» o «de forma limitada» las recomendaciones específicas de 2014. Este año, el número de países que han «implementado en su mayor parte» o «íntegramente» las recomendaciones específicas es aún menor (4%, frente al 7% de 2014). Esta pérdida adicional de impulso reformista es todavía más preocupante si se tiene en cuenta que la Comisión ha reducido considerablemente el número de recomendaciones específicas para cada país (recortándolas en un tercio, de 157 en 2014 a 102 en 2015), con el fin de permitir que los Estados miembros centren su atención en asuntos prioritarios fundamentales de relevancia macroeconómica y social.

En conjunto, los Estados miembros han aplicado un número proporcionalmente más reducido de recomendaciones sobre políticas del mercado de productos que sobre políticas del mercado laboral. Según la evaluación de la Comisión, los progresos realizados han sido «nulos» o «limitados», teniendo en cuenta que aproximadamente el 70% de las recomendaciones específicas para cada país exigían reformas del mercado de productos. La tasa de implementación de reformas en el mercado laboral ha sido sustancialmente mejor, ya que se han aplicado alrededor del 50% de las recomendaciones específicas para cada país. Entre los ejemplos de recomendaciones específicas relacionadas con el mercado de productos figuran los llamamientos para que los Estados miembros: i) reduzcan las barreras que impiden la entrada de nuevas empresas a las industrias en red (energía, transporte, comunicaciones, etc.); ii) faciliten el acceso al ejercicio a profesiones con mayores barreras de entrada, y iii) mejoren sus marcos regulatorios para fomentar la competencia y, con carácter más general, promover unas condiciones favorables para las empresas. La consecución de mejoras en todas estas áreas es clave para alcanzar un crecimiento más elevado de la productividad.

Tampoco se ha prestado especial atención a las políticas para fomentar la inversión. Las reformas con el potencial de estimular el crecimiento de la inversión en Europa abarcan una amplia gama de políticas económicas. Además de la regulación específica de ciertos sectores y de la calidad regulatoria (en el área

de las reformas del mercado de productos), aspectos como el trabajo y la educación, la fiscalidad, la investigación e innovación, la administración pública, los marcos de insolvencias y, con carácter más general, el clima empresarial también desempeñan un papel importante. Habida cuenta de la especial relevancia que los Estados miembros han otorgado a esta cuestión³, así como del plan de inversiones de la Comisión para reactivar la inversión, era de esperar una tasa de implementación de esas reformas más elevada. Según la Comisión, los progresos realizados por los Estados miembros en la implementación de casi todas las recomendaciones específicas para cada país relacionadas con la inversión no son más que «moderados» o «limitados».

La utilización íntegra y eficaz de todos los instrumentos disponibles en el marco del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos, incluyendo su componente corrector, podría ayudar a acrecentar el impulso reformista.

Esta ralentización adicional observada en la implementación de reformas contrasta claramente con la necesidad de hacer frente a las importantes vulnerabilidades que persisten en muchos países de la zona del euro y con la necesidad de aumentar la capacidad de resistencia. Los insatisfactorios resultados de los países a este respecto indican que los compromisos de política asumidos por los Estados miembros en sus programas nacionales de reformas y los reiterados llamamientos de la Comisión para que se tomen medidas decididas constituyen unos mecanismos de ejecución insuficientes. Las herramientas disponibles en el contexto del componente corrector podrían contribuir a los esfuerzos reformistas, aumentando así la capacidad de resistencia de los países y mejorando el funcionamiento de la UEM.

³ Según se indicó, por ejemplo, en la primera de las Orientaciones generales de política económica aprobadas por el Consejo el 18 y 19 de junio de 2015, que se centra en el «fomento de la inversión».

Artículos

La transmisión de las perturbaciones en la actividad – El papel de las cadenas de producción internacionales

La globalización ha propiciado una rápida expansión del comercio de la zona del euro y ha facilitado el desarrollo de cadenas de producción globales. Aunque estos hechos incrementan el bienestar, ya que aumentan la división internacional del trabajo (que a su vez favorece el crecimiento y la productividad), también plantean algunos retos. Dependiendo de la posición que la zona del euro y sus socios comerciales ocupen en estas cadenas, la transmisión de las perturbaciones económicas procedentes de otras partes del mundo a la zona del euro puede ser más compleja de lo que reflejan las estadísticas de comercio tradicionales. En este artículo se describen las cadenas de valor mundiales en las que participa la zona del euro y se analiza su papel en la propagación de las perturbaciones en la actividad económica. Si se considera el destino final de las exportaciones de la zona del euro, el valor añadido generado en esta zona (incluido el relacionado con las operaciones de transformación y posterior reexportación por parte de importantes socios comerciales) es absorbido en gran medida por economías avanzadas, especialmente Estados Unidos. Por tanto, es probable que la zona del euro se vea afectada con relativa intensidad por la evolución de la demanda en Estados Unidos, pero en menor grado por su evolución en China, por ejemplo, ya que este país reexporta una parte de las exportaciones de la zona del euro.

Introducción

Tras varias décadas de rápida globalización, el mundo está cada vez más interconectado, lo que ha facilitado el desarrollo de las cadenas de producción internacionales. Ello ha permitido que las empresas localicen las diferentes etapas del proceso productivo en distintos países y se beneficien de un aumento de la división internacional del trabajo. Si bien el incremento de los vínculos en la economía mundial es positivo —ya que mejora el crecimiento, al reducir los costes de producción y transmitir conocimiento técnico entre países y regiones—, también puede cambiar la forma en que las perturbaciones externas se propagan a la zona del euro.

En las cifras de comercio medidas en términos brutos, una parte de los flujos comerciales se computa por duplicado, ya que una porción de las exportaciones son bienes intermedios importados y una parte de la producción exportada vuelve al país de origen en forma de importación.

Esto implica que un análisis basado en datos brutos podría sobreestimar la importancia de algunos socios comerciales y subestimar la de otros. En este

artículo se utilizan datos de la *World Input-Output Database* para calcular varios indicadores, desarrollados en la literatura relativa a las cadenas de valor y al valor añadido en el comercio, para medir los vínculos comerciales, y se examina el papel de las cadenas de producción internacionales en la transmisión a la zona del euro de las perturbaciones en la actividad que se originan en otros países. En aras de la simplicidad, el análisis se centra en el comercio con cuatro importantes socios comerciales de la zona del euro (Estados Unidos, China, Reino Unido y Rusia), que también son casos de estudio interesantes, dada su relevancia por los distintos tipos de actividad comercial. En la sección 1 se describen las tendencias del comercio de la zona del euro, prestando especial atención a la participación de la zona en las cadenas de valor mundiales, y se presentan los diferentes indicadores de comercio empleados en el análisis posterior. En la sección 2 se analiza la creciente importancia de los desarrollos en el exterior para la zona, del euro haciendo un seguimiento del valor añadido de la zona del euro a lo largo de las cadenas de valor mundiales hasta su destino final. En la sección 3 se estiman las implicaciones para la transmisión de las perturbaciones en la actividad, utilizando los distintos indicadores de comercio, y en la sección 4 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

La integración de la zona del euro en el comercio mundial y en las cadenas de producción internacionales es cada vez mayor. La naturaleza de estos vínculos comerciales con sus principales socios es diversa. Así, por ejemplo, la zona del euro mantiene unos vínculos comerciales directos muy estrechos con Estados Unidos, mientras que China y el Reino Unido tienen más importancia como países intermediarios de las exportaciones de la zona del euro, lo que sugiere que la actividad comercial de la zona del euro se ve afectada con relativa intensidad por la evolución de la demanda interna en Estados Unidos, pero en menor grado por su evolución en China y el Reino Unido. Por lo que respecta a China, el valor añadido de la zona del euro se reexporta principalmente a Estados Unidos, aunque también a Japón y Corea del Sur. En cuanto al Reino Unido y Rusia, su condición de intermediarios refleja fundamentalmente su papel en la transformación del valor añadido de la zona del euro, que, posteriormente, se exporta de nuevo a esta zona, a otras economías avanzadas o al «resto del mundo».

El papel de los socios comerciales de la zona del euro en las cadenas de valor mundiales afecta a la manera en que las perturbaciones en la actividad se propagan a esta zona. En primer lugar, el impacto de una perturbación en la actividad económica de un socio comercial sobre la zona del euro vía el comercio bilateral se dejaría sentir en las exportaciones directas al socio comercial. En segundo lugar, se produciría un efecto indirecto sobre el comercio, que dependería de cómo resulten afectados otros socios comerciales y, por tanto, sus importaciones de la zona del euro. En tercer lugar, se produciría un impacto adicional a través del comercio en las cadenas de valor mundiales, ya que una parte de las exportaciones de la zona del euro son exportaciones indirectas

de bienes intermedios que se envían a un socio comercial, donde se transforman y posteriormente son reexportados al país de destino final. El impacto total sobre la zona del euro de una perturbación en la actividad de una economía dependerá del efecto combinado de los distintos canales comerciales citados.

La cuantificación de los distintos impactos apunta a un efecto algo menor de lo que indican las cifras brutas de comercio en el caso de ciertos socios comerciales. Ello es debido a que se excluyen el valor añadido generado en otros países y las exportaciones que retornan a la zona del euro. Además, el comercio bilateral parece explicar algo menos de la mitad del impacto total para la mayoría de los países, mientras que la magnitud del efecto indirecto es similar (esto es, en torno a la mitad). Los efectos transmitidos a través de las cadenas de valor mundiales representarían alrededor de una décima parte del impacto total, dependiendo del socio comercial.

Dado que las estructuras de producción internacionales varían continuamente, resulta necesario realizar un seguimiento permanente de sus cambios. Las tablas *input-output* mundiales (*World Input-Output Database* en inglés) constituyen un instrumento indispensable para analizar la evolución de las cadenas de valor mundiales de forma muy pormenorizada. No obstante, con el paso del tiempo se precisarán datos posteriores al año 2011 para evaluar correctamente las implicaciones de estas cadenas de valor (y su evolución) para la economía de la zona del euro. Por tanto, en el futuro será cada vez más necesario promover iniciativas orientadas a la ampliación o actualización periódica de bases de datos como la *World Input-Output Database* (o, alternativamente, utilizar datos procedentes de encuestas o de las empresas).

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

La inversión pública en Europa

Desde la crisis, se ha observado una caída de la inversión pública en varios países europeos, especialmente en aquellos que se vieron sometidos a las presiones de los mercados. Unos niveles bajos de inversión pública pueden provocar un deterioro del capital público y reducir el producto a largo plazo si se mantienen durante un período prolongado. El descenso de la inversión pública y el actual entorno de tipos de interés reducidos han hecho que surjan voces a favor de estimular el gasto en inversión pública como una vía para impulsar la demanda a corto plazo e incrementar el producto potencial. En la Unión Europea (UE), esto se ha traducido en la adopción del Plan de Inversiones para Europa (2015). Sin embargo, la situación presupuestaria de numerosos países de la UE sigue siendo precaria, y las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento exigen la adopción de medidas adicionales de consolidación fiscal en muchos de ellos. Partiendo de un análisis basado en un modelo, en este artículo se examinan las circunstancias en las que un aumento de la inversión pública podría imprimir un mayor estímulo al crecimiento económico y su posible impacto sobre las finanzas públicas.

Introducción

La inversión pública en Europa ha caído en los últimos años, lo que ha llevado a que se soliciten estímulos de la inversión pública en el actual entorno de tipos de interés reducidos. Aunque, en la UE en su conjunto, la inversión pública en relación con el PIB se mantiene en el mismo nivel que antes de la crisis, en la zona del euro esta ratio es algo más baja. En concreto, en los últimos años esta ratio ha registrado un descenso en los países que tuvieron que acometer un ajuste fiscal considerable por las presiones de los mercados. La caída de la inversión pública y la persistencia de un crecimiento débil tras la crisis han suscitado un debate sobre la conveniencia de incrementar la inversión en infraestructuras públicas. En él se argumenta que la inversión pública sería especialmente efectiva en un contexto de bajos costes de financiación para los Gobiernos, en el que los tipos de interés oficiales se sitúan en torno a cero. Esto ha conducido a la puesta en marcha de iniciativas para estimular la inversión pública a escala nacional y europea (véase el recuadro 1, sobre el Plan de Inversiones para Europa).

En este artículo se analiza el impacto de nuevas inversiones públicas en lo que respecta a la eficiencia económica, el crecimiento a largo plazo y las finanzas públicas. En la sección 2 se describe la evolución reciente de la inversión pública en Europa y se compara su situación con la observada en Estados Unidos y Japón. En la sección 3 se presentan brevemente distintas ramas de la literatura sobre la contribución de la inversión pública al crecimiento del producto. La sección 4 se centra en las simulaciones del modelo y considera el efecto de un aumento de la inversión pública en la zona del euro, y en la sección 5 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

La inversión pública en Europa ha descendido de manera significativa desde la crisis, aunque su evolución ha sido heterogénea en los distintos países.

Esta caída ha hecho que surjan voces demandando que se estimule la inversión pública, en un entorno de costes de financiación reducidos para los Gobiernos, de débil crecimiento económico y de tipos de interés oficiales situados en su límite inferior.

Un incremento de la inversión pública tiene efectos positivos sobre la demanda y puede contribuir a elevar el producto potencial de la economía aumentando el stock de capital público. Aunque en la literatura empírica relativa a los efectos del capital público sobre el producto se suele concluir que este efecto es positivo, las estimaciones varían considerablemente en función del período y del país considerados, así como de la medida de capital y del método de estimación utilizados. Asimismo, es posible que la productividad de los incrementos del capital público sea variable en el tiempo, y que disminuya. Cualquier incremento de la inversión pública ha de valorarse teniendo en cuenta su productividad, su financiación y los costes y beneficios relativos de las opciones de financiación.

Las simulaciones del modelo sobre un incremento de la inversión pública en una de las principales economías de la zona del euro muestran la sensibilidad del producto resultante y de las implicaciones presupuestarias a estrategias alternativas de política económica. En primer lugar, el aumento de la inversión pública tendrá unos efectos más acusados sobre la demanda a corto plazo, en un contexto de política monetaria acomodaticia, teniendo en cuenta también el contagio a otros países. Esta conclusión refuerza el argumento a favor de elevar la inversión pública en el actual entorno de bajos niveles de inflación. En segundo lugar, un incremento de la inversión pública productiva financiado mediante deuda o con un aumento de ingresos conlleva unas ganancias de producción a corto plazo considerablemente mayores que cuando este aumento se financia a través de recortes de otras partidas del gasto público. Sin embargo, cuando se recurre a impuestos distorsionantes, como los que gravan las rentas del trabajo, para financiar la inversión pública las ganancias de producción a corto plazo derivadas de la mayor inversión pública han de compensar las pérdidas a más largo plazo inducidas por la fiscalidad. Asimismo, en el caso de un aumento de la inversión pública financiado a través de una mayor deuda pública también se ha de valorar cualquier posible implicación sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por último, los efectos positivos a más largo plazo sobre el producto potencial de la economía y el impacto sobre las finanzas públicas dependen esencialmente de la eficiencia de la inversión y de la productividad del capital público. Si estos son reducidos, un aumento de la inversión pública se asocia a un mayor deterioro de las perspectivas de la deuda y a unas ganancias de producción menos persistentes. Estas conclusiones ponen de relieve la importancia de las consideraciones económicas para garantizar una selección rigurosa de los proyectos de inversión productiva.

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

Estadísticas

Índice

1 Entorno exterior	S 2
2 Evolución financiera	S 3
3 Actividad económica	S 8
4 Precios y costes	S 14
5 Dinero y crédito	S 18
6 Evolución de las finanzas públicas	S 23

Información adicional

En el Statistical Data Warehouse (SDW) pueden consultarse y descargarse las estadísticas del BCE: <http://sdw.ecb.europa.eu/>

Los datos incluidos en la sección estadística del Boletín Económico están disponibles en el SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

En el SDW puede consultarse el Boletín Estadístico completo: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

Las definiciones metodológicas se encuentran en las Notas Generales del Boletín Estadístico: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Los detalles sobre los cálculos se encuentran en las Notas Técnicas del Boletín Estadístico: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

En el glosario de estadísticas del BCE se incluyen explicaciones de los términos y abreviaturas: <http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

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

1 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
2013	3,1	1,5	2,2	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,9	-0,1	7,3	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	.	2,4	2,2	0,5	6,9	1,6	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 I TR	0,8	0,2	0,4	1,1	1,3	0,6	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
II TR	0,8	1,0	0,6	-0,4	1,9	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
III TR	.	0,5	0,4	0,3	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
IV TR	.	0,3	0,5	-0,3	1,6	0,3	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2015 Sep	-	-	-	-	-	-	0,4	1,8	0,0	-0,1	0,0	1,6	-0,1
Oct	-	-	-	-	-	-	0,6	1,8	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,1
Nov	-	-	-	-	-	-	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,1
Dic	-	-	-	-	-	-	0,9	1,9	0,7	0,2	0,2	1,6	0,2
2016 Ene	-	-	-	-	-	-	1,2	1,9	1,4	0,3	0,0	1,8	0,3
Feb ³⁾	-	-	-	-	-	-	-0,2

Fuentes: Eurostat (col. 3, 6, 10, 13); BPI (col. 2, 4, 9, 11, 12); OCDE (col. 1, 5, 7, 8).

1) Datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar.

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

3) La cifra relativa a la zona del euro es una 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.

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 ¹⁾				
	Índice PMI compuesto					Índice PMI global ²⁾		Nuevos pedidos exteriores	Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes	
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas					Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	3,1	-0,1	5,4
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,1	54,1	51,5	3,2	3,6	2,8
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,7	53,9	50,3	1,1	3,8	-0,9
2015 I TR	53,9	56,9	57,3	50,4	51,5	53,3	53,0	54,3	50,6	-1,9	1,5	-4,2
II TR	53,3	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	51,1	54,1	49,6	-0,9	-0,9	-0,9
III TR	53,0	55,4	55,1	51,9	49,0	53,9	50,2	54,0	48,8	1,8	1,1	2,4
IV TR	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	0,7	0,3	1,0
2015 Sep	52,3	55,0	53,3	51,2	48,0	53,6	49,9	53,2	48,1	1,8	1,1	2,4
Oct	52,7	55,0	55,3	52,3	49,9	53,9	51,2	53,3	50,9	1,8	2,3	1,4
Nov	53,3	56,1	55,7	52,3	50,5	54,2	51,8	53,8	50,7	0,1	1,1	-0,7
Dic	52,2	54,0	55,3	52,2	49,4	54,3	50,9	52,6	49,8	0,7	0,3	1,0
2016 Ene	52,2	53,2	56,2	52,6	50,1	53,6	51,0	52,7	50,1	.	.	.
Feb	50,0	50,0	52,8	51,0	49,4	53,0	49,8	50,0	48,9	.	.	.

Fuentes: Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE (col. 10-12).

1) 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.

2) 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 (eonia)	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
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
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 Ago	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09
Sep	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08
Oct	-0,14	-0,12	-0,05	0,02	0,13	0,32	0,08
Nov	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08
Dic	-0,20	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	0,53	0,08
2016 Ene	-0,24	-0,22	-0,15	-0,06	0,04	0,62	0,08
Feb	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01

Fuente: BCE.

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

2.2 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	
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
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 Ago	-0,25	-0,27	-0,22	0,14	0,82	1,09	1,84	1,46	-0,25	-0,07	0,86	1,97
Sep	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76
Oct	-0,35	-0,33	-0,31	-0,03	0,63	0,96	1,82	1,40	-0,32	-0,25	0,66	1,69
Nov	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77
Dic	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 Ene	-0,45	-0,45	-0,47	-0,23	0,44	0,89	1,47	1,18	-0,47	-0,46	0,43	1,55
Feb	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23

Fuente: BCE.

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

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

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			
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
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2015 Ago	356,7	3.444,4	711,9	261,9	615,0	287,7	193,9	504,6	359,9	274,9	390,0	856,9	2.039,9	19.919,1
Sep	330,9	3.165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1.944,4	17.944,2
Oct	342,2	3.275,5	658,6	261,3	598,9	290,0	183,4	478,7	360,4	263,5	362,3	823,9	2.024,8	18.374,1
Nov	358,2	3.439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2.080,6	19.581,8
Dic	346,0	3.288,6	652,5	262,8	630,2	278,1	180,2	494,9	391,7	263,6	363,3	811,0	2.054,1	19.202,6
2016 Ene	320,8	3.030,5	589,3	250,1	584,0	252,6	161,6	463,6	379,6	254,3	345,1	769,6	1.918,6	17.302,3
Feb	304,3	2.862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1.904,4	16.347,0

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés	TAE ³⁾	Por período inicial de fijación del tipo de interés							
			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	
2015 Feb	0,18	0,85	0,97	1,53	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,09	2,51	2,35	2,48	2,58	2,37
Mar	0,17	0,83	0,89	1,24	7,13	17,05	5,16	6,17	6,50	2,72	2,10	2,45	2,24	2,39	2,53	2,29
Abr	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,23
May	0,16	0,82	0,84	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,10	2,29	2,45	2,17
Jun	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,03	2,27	2,12	2,31	2,48	2,18
Jul	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22
Ago	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26
Sep	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,38	2,61	2,25
Oct	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26
Nov	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27
Dic	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,42	2,55	2,22
2016 Ene ⁶⁾	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,87	5,31	6,30	6,65	2,53	1,98	2,23	2,30	2,41	2,52	2,23

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa Anual Equivalente (TAE).

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), 2)}

(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	
2015 Feb	0,21	0,35	1,04	3,43	3,60	3,72	3,13	2,23	2,71	2,39	1,51	1,99	2,14	2,36
Mar	0,21	0,32	0,97	3,39	3,46	3,65	3,10	2,16	2,65	2,32	1,61	2,12	2,00	2,35
Abr	0,19	0,30	0,90	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,60	2,26	1,61	1,93	2,02	2,32
May	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,50	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,25
Jun	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,47	2,87	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,03	2,24
Jul	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,04	2,17
Ago	0,17	0,24	0,92	3,16	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,23	1,39	1,53	2,03	2,13
Sep	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,51	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,87	2,17	2,20
Oct	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,43	1,69	2,02	2,14
Nov	0,16	0,23	0,84	3,05	3,14	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,37	1,62	1,98	2,09
Dic	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,43	1,77	1,92	2,06
2016 Ene ⁶⁾	0,13	0,26	0,78	2,97	3,22	3,25	2,78	2,00	2,22	2,18	1,39	1,68	2,07	2,09

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 se reclasificaron las sociedades holding de los grupos no financieros, pasando del sector de sociedades no financieras al sector de instituciones financieras.

2 Evolución financiera

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 ¹⁾						
	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	FVC*	Sociedades no finan- cieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC*	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas
Corto plazo														
2013	1.253	483	122	.	67	529	53	508	314	30	.	44	99	21
2014	1.320	544	129	.	59	538	50	409	219	34	.	38	93	25
2015	1.260	521	135	.	61	478	65	334	151	36	.	32	82	34
2015 Ago	1.341	558	130	.	79	515	59	291	132	28	.	22	79	29
Sep	1.327	545	127	.	75	520	59	345	162	31	.	29	93	30
Oct	1.339	552	144	.	74	509	60	363	172	31	.	32	86	42
Nov	1.351	559	144	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
Dic	1.260	521	135	.	61	478	65	294	133	50	.	27	57	26
2016 Ene	1.283	527	137	.	68	483	67	325	141	31	.	33	87	33
Largo plazo														
2013	15.107	4.404	3.087	.	921	6.069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014	15.127	4.047	3.158	.	994	6.285	643	221	66	43	.	16	85	10
2015	15.171	3.783	3.207	.	1.065	6.480	637	213	66	44	.	13	81	8
2015 Ago	15.243	3.892	3.232	.	1.035	6.447	636	112	42	19	.	4	44	4
Sep	15.259	3.864	3.236	.	1.042	6.485	632	257	64	82	.	14	93	4
Oct	15.331	3.859	3.290	.	1.048	6.498	636	232	78	44	.	12	89	10
Nov	15.376	3.869	3.277	.	1.061	6.525	644	196	67	34	.	16	67	11
Dic	15.171	3.783	3.207	.	1.065	6.480	637	153	49	60	.	16	23	4
2016 Ene	15.140	3.749	3.186	.	1.052	6.520	634	202	75	21	.	6	93	8

Fuente: BCE.

1) A efectos de comparación, los datos anuales se refieren a las respectivas medias mensuales durante el año.

* Sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización.

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	Socie- dades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC*	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas				
Saldo vivo											
2013	16.360,7	4.886,5	3.209,1	.	987,4	6.598,1	679,6	5.649,0	569,1	747,3	4.332,7
2014	16.446,4	4.590,6	3.287,3	.	1.052,4	6.823,2	692,9	5.958,0	591,1	784,6	4.582,3
2015	16.430,8	4.303,8	3.341,6	.	1.126,1	6.957,8	701,5	6.720,7	586,1	891,5	5.243,1
2015 Ago	16.584,4	4.450,1	3.362,1	.	1.114,3	6.962,5	695,3	6.576,6	630,6	848,4	5.097,6
Sep	16.585,9	4.409,6	3.363,2	.	1.116,9	7.004,9	691,3	6.273,7	582,5	804,8	4.886,4
Oct	16.670,5	4.410,5	3.434,5	.	1.122,3	7.007,0	696,3	6.812,7	612,1	873,0	5.327,6
Nov	16.727,2	4.428,1	3.420,5	.	1.134,4	7.034,0	710,2	7.006,2	613,9	922,6	5.469,8
Dic	16.430,8	4.303,8	3.341,6	.	1.126,1	6.957,8	701,5	6.720,7	586,1	891,5	5.243,1
2016 Ene	16.422,9	4.276,0	3.322,9	.	1.119,5	7.003,4	701,1	6.313,9	490,7	832,3	4.990,9
Tasa de crecimiento											
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,6	-7,8	0,4	.	5,1	3,1	1,2	1,4	7,2	1,0	0,7
2015	-0,2	-7,0	3,0	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2015 Ago	-1,0	-7,3	0,4	.	4,1	1,9	-0,2	1,0	3,3	0,4	0,8
Sep	-0,5	-7,5	2,1	.	4,4	2,4	-1,9	1,0	3,3	0,5	0,7
Oct	0,1	-6,0	2,4	.	4,3	2,4	0,1	1,0	3,3	0,9	0,7
Nov	0,0	-5,6	1,5	.	4,5	2,2	1,2	1,0	3,0	1,5	0,6
Dic	-0,2	-7,0	3,0	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2016 Ene	-0,8	-7,9	1,4	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,8	0,7

Fuente: BCE.

* Sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización.

2 Evolución financiera

2.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice: I TR 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM real ²⁾	CLUT real	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	102,0	98,8	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,3	102,2	100,4	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,1	.	.	.	106,5	87,9
2015 I TR	93,0	89,2	89,4	83,9	91,3	92,2	106,4	88,3
II TR	91,2	87,5	88,2	82,3	90,0	90,1	104,4	86,4
III TR	92,7	88,7	89,6	84,0	91,6	91,4	107,6	88,7
IV TR	92,4	88,4	89,3	.	.	.	107,7	88,4
2015 Sep	93,8	89,7	90,7	-	-	-	109,6	90,3
Oct	93,6	89,6	90,5	-	-	-	109,0	89,7
Nov	91,1	87,1	88,1	-	-	-	106,0	87,0
Dic	92,5	88,3	89,2	-	-	-	108,0	88,5
2016 Ene	93,6	89,1	90,2	-	-	-	109,9	89,7
Feb	94,7	90,0	91,2	-	-	-	111,3	91,0
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2016 Feb	1,2	1,0	1,2	-	-	-	1,3	1,4
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2016 Feb	1,5	0,6	1,6	-	-	-	4,0	2,5

Fuente: BCE.

1) Para una definición de grupo de socios comerciales e información adicional, véanse las Notas Generales en el Boletín Estadístico.

2) 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	Esloti polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 I TR	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
II TR	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
III TR	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
IV TR	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2015 Sep	7,146	7,589	27,089	7,461	313,145	134,851	4,218	0,731	4,4236	9,392	1,091	1,122
Oct	7,135	7,621	27,105	7,460	311,272	134,839	4,251	0,733	4,4227	9,349	1,088	1,124
Nov	6,840	7,607	27,039	7,460	312,269	131,597	4,249	0,707	4,4453	9,313	1,083	1,074
Dic	7,019	7,640	27,027	7,461	314,398	132,358	4,290	0,726	4,5033	9,245	1,083	1,088
2016 Ene	7,139	7,658	27,027	7,462	314,679	128,324	4,407	0,755	4,5311	9,283	1,094	1,086
Feb	7,266	7,636	27,040	7,463	310,365	127,346	4,397	0,776	4,4814	9,410	1,102	1,109
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2016 Feb	1,8	-0,3	0,1	0,0	-1,4	-0,8	-0,2	2,8	-1,1	1,4	0,7	2,1
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2016 Feb	2,4	-1,0	-2,1	0,2	1,1	-5,4	5,3	4,7	1,1	-0,8	3,8	-2,3

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2014 IV TR	19.874,6	20.995,4	-1.120,7	8.247,8	6.403,1	6.467,3	9.829,8	-43,1	4.590,4	4.762,5	612,3	12.048,4
2015 I TR	21.841,7	22.847,8	-1.006,0	8.952,8	6.632,8	7.225,2	11.059,5	-69,3	5.042,7	5.155,5	690,4	13.008,1
II TR	21.447,0	22.295,7	-848,7	8.871,7	6.704,2	7.105,7	10.628,1	-24,8	4.835,9	4.963,4	658,5	12.653,2
III TR	21.347,0	22.222,1	-875,1	9.177,3	7.153,7	6.781,0	10.124,9	-36,7	4.781,1	4.943,4	644,2	12.668,6
<i>saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2015 III TR	206,9	215,3	-8,5	88,9	69,3	65,7	98,1	-0,4	46,3	47,9	6,2	122,8
Transacciones												
2015 I TR	547,1	511,7	35,5	193,7	89,2	137,1	249,9	22,6	187,9	172,5	5,8	-
II TR	60,9	23,0	37,9	97,0	139,7	128,2	1,5	1,3	-163,3	-118,3	-2,4	-
III TR	59,0	13,9	45,1	106,4	137,8	14,2	-106,9	-1,7	-62,6	-16,9	2,7	-
IV TR	-117,8	-215,2	97,4	42,6	40,2	102,9	-31,5	16,4	-284,3	-224,0	4,6	-
2015 Jul	120,0	130,9	-10,8	82,7	95,4	14,9	-63,6	9,9	19,5	99,1	-7,0	-
Ago	-18,4	-25,3	6,9	-10,0	4,3	-12,1	-34,3	-7,8	10,1	4,7	1,4	-
Sep	-42,6	-91,6	49,0	33,8	38,1	11,4	-9,0	-3,8	-92,2	-120,7	8,3	-
Oct	121,9	84,4	37,5	39,9	43,9	56,0	30,0	-0,7	32,7	10,5	-6,0	-
Nov	-32,2	-51,1	18,9	-4,9	-4,5	27,0	-3,2	9,8	-66,5	-43,4	2,5	-
Dic	-207,5	-248,5	40,9	7,6	0,9	19,9	-58,3	7,3	-250,5	-191,0	8,1	-
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2015 Dic	549,3	333,4	215,9	439,8	407,0	382,5	113,1	38,6	-322,3	-186,7	10,7	-
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2015 Dic	5,3	3,2	2,1	4,2	3,9	3,7	1,1	0,4	-3,1	-1,8	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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
					Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>												
2013	9.931,8	9.595,2	5.558,5	2.094,5	1.949,0	1.005,5	573,7	365,7	-6,8	336,6	4.373,4	4.036,7
2014	10.106,4	9.732,9	5.631,1	2.128,5	1.984,6	1.008,1	596,2	375,3	-11,3	373,6	4.521,3	4.147,8
2015	10.400,2	9.940,4	5.738,0	2.169,1	2.054,2	.	.	.	-20,8	459,7	4.751,0	4.291,3
2015 I TR	2.573,8	2.462,9	1.421,0	538,3	509,0	256,0	154,5	96,7	-5,4	110,9	1.167,6	1.056,8
II TR	2.591,7	2.473,5	1.433,0	540,4	510,1	253,8	155,1	99,5	-10,0	118,2	1.196,8	1.078,7
III TR	2.606,9	2.490,4	1.439,4	543,0	513,6	253,6	154,7	101,2	-5,6	116,5	1.195,2	1.078,7
IV TR	2.624,0	2.510,0	1.444,1	546,4	521,6	.	.	.	-2,1	114,0	1.192,5	1.078,4
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2015	100,0	95,6	55,2	20,9	19,8	.	.	.	-0,2	4,4	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2015 I TR	0,6	0,8	0,5	0,5	1,4	1,3	1,9	1,4	-	-	1,4	2,1
II TR	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-0,9	0,1	2,6	-	-	1,7	1,0
III TR	0,3	0,7	0,5	0,3	0,4	-0,2	-0,5	1,2	-	-	0,2	1,2
IV TR	0,3	0,6	0,2	0,6	1,3	.	.	.	-	-	0,2	0,9
<i>tasas de variación interanual</i>												
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,5	-2,4	-0,4	-	-	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,8	0,8	1,3	-0,5	4,1	2,1	-	-	4,1	4,5
2015	1,6	1,8	1,7	1,3	2,7	.	.	.	-	-	5,0	5,7
2015 I TR	1,3	1,4	1,6	1,1	2,0	0,1	4,8	2,6	-	-	5,3	6,0
II TR	1,6	1,4	1,7	1,2	2,6	0,6	4,4	5,0	-	-	6,0	5,8
III TR	1,6	1,9	1,8	1,2	2,5	0,5	2,2	6,8	-	-	4,6	5,5
IV TR	1,6	2,2	1,5	1,6	3,4	.	.	.	-	-	3,6	5,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2015 I TR	0,6	0,8	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,2	-	-
II TR	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	-	-
III TR	0,3	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,4	-	-
IV TR	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	.	.	.	0,1	-0,3	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	-	-
2015	1,6	1,7	0,9	0,3	0,5	.	.	.	0,0	-0,1	-	-
2015 I TR	1,3	1,4	0,9	0,2	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-	-
II TR	1,6	1,3	1,0	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	-0,4	0,3	-	-
III TR	1,6	1,8	1,0	0,3	0,5	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,2	-	-
IV TR	1,6	2,2	0,8	0,3	0,7	.	.	.	0,3	-0,6	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3 Actividad económica

3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(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)												
2013	8.927,3	152,3	1.737,0	458,1	1.680,2	412,6	442,3	1.030,6	945,2	1.751,4	317,6	1.004,5
2014	9.073,5	146,7	1.756,9	461,6	1.711,1	417,6	453,9	1.051,0	968,0	1.781,8	324,8	1.033,0
2015	9.329,3	146,4	1.815,9	469,8	1.771,3	431,1	456,4	1.075,8	1.008,2	1.821,1	333,4	1.070,9
2015 I TR	2.312,6	36,1	451,1	117,1	438,5	106,3	114,9	265,7	247,8	452,5	82,5	261,2
II TR	2.324,2	36,2	453,6	116,4	441,1	107,4	114,5	267,6	250,9	453,5	83,0	267,4
III TR	2.337,7	36,7	454,3	117,0	444,4	108,3	113,7	270,5	253,3	456,0	83,6	269,2
IV TR	2.351,7	37,4	454,4	118,7	447,3	109,2	113,1	271,9	256,3	459,2	84,2	272,3
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2015	100,0	1,6	19,5	5,0	19,0	4,6	4,9	11,5	10,8	19,5	3,6	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2015 I TR	0,6	0,8	1,0	0,6	0,8	0,5	0,6	0,1	1,0	0,3	0,2	0,1
II TR	0,3	0,3	0,4	-0,5	0,4	0,9	0,1	0,1	0,9	0,1	0,3	1,0
III TR	0,3	0,6	0,2	-0,1	0,5	0,5	-0,6	0,7	0,6	0,1	0,4	0,3
IV TR	0,2	0,5	-0,5	1,0	0,3	0,8	0,3	0,3	0,6	0,2	0,4	1,2
<i>tasas de variación interanual</i>												
2013	-0,2	3,2	-0,6	-3,3	-0,8	2,5	-2,5	1,1	0,3	0,4	-0,5	-1,1
2014	0,9	3,1	0,6	-0,9	1,4	2,0	-0,6	1,3	1,4	0,5	1,2	0,8
2015	1,5	0,8	1,8	0,3	2,0	2,7	0,8	1,1	2,7	0,8	1,1	2,6
2015 I TR	1,2	0,6	1,2	-1,0	1,7	2,5	1,1	1,0	2,2	0,6	0,8	2,2
II TR	1,5	0,6	1,8	0,1	2,1	3,1	1,3	0,7	2,7	0,8	1,0	2,6
III TR	1,5	0,2	1,9	0,2	2,0	2,4	0,2	1,1	2,8	0,7	0,9	2,9
IV TR	1,5	2,2	1,1	0,9	1,9	2,7	0,4	1,2	3,1	0,7	1,3	2,7
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2015 I TR	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
II TR	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III TR	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
IV TR	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2015	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015 I TR	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
II TR	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-
III TR	1,5	0,0	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
IV TR	1,5	0,0	0,2	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Actividad económica

3.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	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	13
Personas ocupadas													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2012	100,0	84,9	15,1	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,0
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1
<i>tasas de variación interanual</i>													
2012	-0,4	-0,5	0,0	-1,1	-0,7	-4,4	-0,6	1,1	-0,4	0,2	0,8	0,0	0,4
2013	-0,7	-0,6	-1,0	-1,6	-1,3	-4,2	-0,8	0,3	-1,0	-1,9	0,3	0,2	-0,2
2014	0,6	0,7	-0,3	0,6	-0,1	-1,8	0,7	0,8	-0,9	1,0	1,9	0,8	0,7
2014 IV TR	0,8	1,0	-0,2	0,2	0,3	-1,4	0,9	0,6	-0,5	1,6	2,4	0,8	1,8
2015 I TR	0,9	1,1	-0,1	-0,3	0,3	-0,1	1,2	0,5	-0,3	1,5	2,7	0,6	0,7
II TR	1,0	1,1	0,2	0,3	0,2	0,9	1,0	1,0	0,4	2,5	2,8	0,6	1,0
III TR	1,1	1,3	-0,2	0,1	0,4	-0,3	1,2	1,5	0,0	2,4	3,0	0,8	1,0
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,4	21,6	6,3
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
2012	-1,6	-1,6	-1,5	-2,3	-2,2	-6,8	-1,7	0,7	-1,0	-0,8	-0,3	-0,5	-0,8
2013	-1,4	-1,4	-1,8	-1,4	-1,5	-5,5	-1,6	-0,1	-1,6	-3,1	-0,8	-0,4	-1,4
2014	0,6	0,8	-0,4	0,1	0,4	-1,7	0,6	1,2	-1,0	0,7	2,0	1,0	0,0
2014 IV TR	1,0	1,2	0,1	0,7	1,0	-1,1	0,8	1,4	-0,8	1,6	2,9	0,9	1,2
2015 I TR	0,8	1,0	-0,1	0,8	0,5	-0,3	0,7	0,6	-0,6	2,4	2,5	0,6	1,2
II TR	1,1	1,3	0,3	1,0	0,9	1,2	0,7	1,5	0,4	3,3	3,3	0,6	1,2
III TR	1,3	1,6	0,2	0,7	1,0	0,4	1,0	2,6	-0,2	3,7	3,7	0,9	1,2
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2012	-1,2	-1,1	-1,6	-1,2	-1,5	-2,5	-1,1	-0,4	-0,6	-1,0	-1,1	-0,5	-1,2
2013	-0,8	-0,7	-0,8	0,2	-0,2	-1,4	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-1,0	-0,5	-1,2
2014	0,0	0,1	-0,1	-0,5	0,5	0,1	-0,1	0,3	0,0	-0,3	0,1	0,2	-0,6
2014 IV TR	0,1	0,1	0,4	0,5	0,7	0,4	-0,1	0,8	-0,3	0,0	0,4	0,1	-0,6
2015 I TR	-0,1	0,0	0,0	1,1	0,2	-0,3	-0,5	0,2	-0,3	0,9	-0,2	0,0	0,4
II TR	0,1	0,2	0,1	0,7	0,6	0,3	-0,3	0,5	0,0	0,8	0,4	-0,1	0,2
III TR	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,7	-0,1	1,0	-0,2	1,3	0,7	0,1	0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos de empleo se basan en el SEC 2010.

3 Actividad económica

3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones ¹⁾	Sub-empleo, % 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	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2013			100,0		81,3		18,7		53,6		46,4			
2013	159,334	4,6	19,212	12,0	5,9	15,621	10,7	3,592	24,3	10,299	11,9	8,913	12,1	1,5
2014	160,308	4,6	18,624	11,6	6,1	15,213	10,4	3,412	23,7	9,929	11,5	8,695	11,8	1,7
2015	.	.	17,430	10,9	.	14,275	9,7	3,155	22,4	9,254	10,7	8,176	11,0	.
2015 I TR	160,090	4,7	17,994	11,2	5,9	14,757	10,1	3,237	22,7	9,560	11,1	8,434	11,4	1,7
II TR	160,461	4,6	17,685	11,0	5,7	14,507	9,9	3,178	22,5	9,397	10,9	8,288	11,2	1,7
III TR	160,554	4,4	17,202	10,7	5,3	14,081	9,6	3,120	22,3	9,121	10,5	8,081	10,9	1,6
IV TR	.	.	16,838	10,5	.	13,754	9,4	3,085	22,2	8,936	10,3	7,902	10,7	.
2015 Ago	-	-	17,211	10,7	-	14,077	9,6	3,134	22,4	9,120	10,5	8,092	10,9	-
Sep	-	-	17,058	10,6	-	13,940	9,5	3,118	22,3	9,041	10,4	8,017	10,8	-
Oct	-	-	16,959	10,6	-	13,838	9,4	3,121	22,3	9,002	10,4	7,956	10,7	-
Nov	-	-	16,803	10,5	-	13,733	9,4	3,070	22,1	8,902	10,3	7,901	10,7	-
Dic	-	-	16,752	10,4	-	13,690	9,3	3,063	22,1	8,904	10,3	7,849	10,6	-
2016 Ene	-	-	16,647	10,3	-	13,609	9,3	3,037	22,0	8,800	10,2	7,847	10,6	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Sin desestacionalizar.

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.

3.5 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción industrial						Producción de la construcción	Índice del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matriculaciones de automóviles
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible	
	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% 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
tasas de variación interanual													
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-1,0	-4,4
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,2	0,3	2,2	0,0	3,8
2015	1,4	1,5	0,8	1,8	1,8	0,2	-0,9	2,5	2,5	1,4	3,4	2,4	8,9
2015 I TR	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,4	4,6	-1,7	1,1	2,4	1,1	3,4	2,2	9,0
II TR	1,3	1,7	0,9	2,7	0,9	-1,1	-0,8	5,4	2,5	1,3	3,5	2,7	6,9
III TR	1,8	2,1	0,9	2,5	2,7	0,0	-1,2	2,2	3,2	2,2	3,9	3,1	9,4
IV TR	0,8	1,3	1,4	0,9	1,3	-3,2	0,1	1,3	2,0	1,1	2,7	1,8	10,4
2015 Ago	2,3	2,9	1,2	4,1	3,2	-2,3	-2,1	3,5	2,7	2,7	2,6	4,1	8,3
Sep	1,4	1,9	1,4	2,0	1,9	-1,4	-0,5	0,0	3,3	1,6	4,8	2,1	9,8
Oct	2,1	2,3	1,5	3,6	1,3	1,1	0,1	0,7	2,3	1,1	3,2	1,7	5,8
Nov	1,4	1,8	2,2	1,7	1,5	-2,7	0,3	3,3	1,7	0,8	2,4	2,2	10,9
Dic	-1,3	-0,4	0,4	-2,6	1,3	-7,3	-0,4	0,0	2,1	1,4	2,7	1,6	15,1
2016 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	2,0	1,4	3,0	0,3	10,8
tasas de variación intermensual (d.)													
2015 Ago	-0,5	-0,1	0,4	-0,9	0,3	-3,6	0,5	-1,6	0,1	0,6	-0,2	1,6	-0,5
Sep	-0,2	-0,4	0,0	-0,3	-1,4	1,7	-0,8	-2,0	-0,1	-0,5	0,1	-1,0	0,9
Oct	0,9	0,6	0,1	1,4	0,7	1,8	0,5	1,6	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-1,1
Nov	-0,5	-0,2	0,7	-1,5	0,0	-4,3	0,9	0,9	0,1	-0,1	-0,1	0,4	2,4
Dic	-1,0	-0,8	-0,3	-1,9	-0,1	-2,4	-0,6	-0,2	0,6	0,6	0,5	0,8	5,0
2016 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	0,4	0,5	0,7	0,1	1,5

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

3 Actividad económica

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)				
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de producción
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-13	100,0	-6,1	80,8	-12,8	-13,6	-8,6	6,7	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,6	-18,8	-27,9	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,4	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,3	-6,2	-22,5	1,6	9,1	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 I TR	102,6	-3,9	81,1	-6,2	-24,8	-1,5	5,7	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
II TR	103,7	-3,2	81,1	-5,2	-24,4	0,0	7,7	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
III TR	104,5	-2,9	81,3	-7,0	-22,5	3,0	10,4	88,4	52,3	53,6	54,0	53,9
IV TR	106,3	-2,4	81,7	-6,4	-18,4	5,1	12,6	88,6	52,8	54,0	54,2	54,1
2015 Sep	105,5	-2,3	-	-7,0	-22,2	4,3	12,4	-	52,0	53,4	53,7	53,6
Oct	106,1	-1,9	81,5	-7,5	-20,1	6,5	12,3	88,7	52,3	53,6	54,1	53,9
Nov	106,0	-3,3	-	-5,9	-17,5	5,8	12,7	-	52,8	54,0	54,2	54,2
Dic	106,7	-2,0	-	-5,7	-17,6	2,9	12,8	-	53,2	54,5	54,2	54,3
2016 Ene	105,1	-3,1	81,9	-6,3	-19,0	2,7	11,5	88,5	52,3	53,4	53,6	53,6
Feb	103,8	-4,4	-	-8,8	-17,5	1,6	10,6	-	51,2	52,3	53,3	53,0

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) (col. 1-8), Markit (col. 9-12).

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
2012	12,4	98,8	-1,8	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	31,0	1,7	133,4	1,6	-6,6	1,1
2013	12,7	97,3	-0,4	1,2	-4,0	0,5	-1,8	31,9	3,1	131,2	2,3	-1,0	1,0
2014	12,7	96,6	0,7	1,8	0,8	2,7	1,1	31,7	3,3	131,9	1,6	3,2	1,0
2014 IV TR	12,7	96,6	1,0	1,8	0,9	2,7	1,1	31,7	3,3	131,9	1,6	1,3	1,0
2015 I TR	12,7	96,0	2,0	1,8	-0,5	3,8	1,4	31,9	3,6	133,9	2,4	2,2	1,4
II TR	12,8	95,7	2,2	1,8	-0,5	2,6	1,5	32,6	4,1	133,2	2,9	3,1	1,6
III TR	12,7	95,6	1,7	1,8	1,0	2,4	2,0	33,0	4,8	132,6	3,4	2,8	1,8

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Basada en sumas acumuladas de cuatro trimestres del ahorro y de la renta disponible bruta (ajustada por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones).

2) 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.

3) La participación en los beneficios utiliza la renta empresarial neta, que es prácticamente equivalente a los beneficios corrientes en contabilidad de empresas.

4) Basada en el saldo vivo de los préstamos, valores representativos de deuda, créditos comerciales y pasivos de los sistemas de pensiones.

3 Actividad económica

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 ¹⁾	
	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	
2015 I TR	876,7	796,8	79,9	512,8	437,5	184,3	169,4	154,1	130,4	25,5	59,5	8,7	7,5
II TR	896,6	817,1	79,5	525,4	444,8	188,0	171,8	156,8	141,6	26,4	58,9	9,6	37,3
III TR	886,8	810,3	76,5	516,2	434,1	189,6	174,0	156,0	144,0	25,0	58,2	9,6	3,9
IV TR	882,1	804,1	78,0	514,2	432,1	192,1	176,2	150,0	136,4	25,9	59,3	14,0	7,1
2015 Jul	297,4	271,7	25,8	174,4	145,7	62,8	58,1	52,1	48,5	8,1	19,4	3,3	1,4
Ago	293,6	270,5	23,1	170,2	144,9	63,4	58,0	51,2	48,2	8,8	19,4	3,4	1,0
Sep	295,8	268,1	27,7	171,6	143,5	63,4	57,9	52,7	47,3	8,1	19,4	3,0	1,5
Oct	297,6	271,9	25,7	172,5	144,5	64,0	58,8	52,2	48,7	8,8	20,0	4,5	2,0
Nov	298,0	271,0	26,9	172,7	145,2	64,6	58,6	51,8	47,3	8,9	19,9	3,9	1,8
Dic	286,6	261,1	25,5	169,0	142,4	63,4	58,8	46,0	40,4	8,2	19,5	5,6	3,3
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2015 Dic	3.542,3	3.228,3	314,0	2.068,5	1.748,4	754,0	691,5	616,9	552,5	102,8	235,9	41,9	55,7
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2015 Dic	34,1	31,1	3,0	19,9	16,8	7,3	6,7	5,9	5,3	1,0	2,3	0,4	0,5

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

3.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro¹⁾, en términos nominales y reales por grupos de productos²⁾ (datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu- facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufac- turas	Petró- leo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2015 I TR	5,6	1,9	509,1	241,6	105,3	149,4	422,0	447,9	260,2	70,2	109,7	315,2	55,4
II TR	8,2	4,2	513,4	242,5	105,4	153,5	428,6	453,3	265,4	70,4	110,8	317,3	60,0
III TR	4,4	0,8	507,0	234,8	104,7	153,8	422,3	445,5	254,6	69,8	113,1	316,5	51,0
IV TR	3,1	2,2	508,5	.	.	.	424,2	445,2	.	.	.	322,3	.
2015 Jul	7,0	0,9	172,8	79,6	35,4	52,5	143,6	150,3	86,5	23,5	37,7	106,4	18,2
Ago	5,5	2,7	166,5	77,7	34,4	50,7	137,9	147,2	83,9	23,0	37,7	103,9	17,0
Sep	0,8	-0,8	167,8	77,5	34,8	50,6	140,8	148,0	84,2	23,3	37,7	106,2	15,8
Oct	0,4	-0,6	168,1	79,8	34,9	50,8	142,6	148,3	84,4	24,5	37,5	107,1	16,1
Nov	5,8	4,1	170,4	78,8	34,9	51,6	140,5	147,9	82,2	23,7	38,1	107,3	14,4
Dic	3,4	3,4	170,0	.	.	.	141,1	149,0	.	.	.	108,0	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2015 I TR	2,6	5,2	118,9	115,2	120,7	123,2	118,9	106,6	106,6	107,0	105,9	108,6	105,9
II TR	2,9	2,7	117,1	113,6	118,9	121,6	118,0	104,2	104,2	103,6	104,8	107,1	99,5
III TR	1,1	3,2	116,6	111,8	117,9	122,6	116,7	105,8	105,6	104,8	106,6	107,3	99,4
IV TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Jun	7,9	6,7	117,7	113,8	120,5	122,4	118,6	105,6	105,4	103,9	107,3	109,1	97,3
Jul	3,1	1,9	118,8	112,8	119,6	125,5	119,0	106,1	105,0	107,0	108,0	108,9	97,0
Ago	2,0	5,5	114,9	111,2	115,5	121,4	113,9	105,1	105,3	103,5	105,7	105,1	100,5
Sep	-1,7	2,4	116,2	111,3	118,7	121,1	117,2	106,2	106,6	103,8	106,1	108,0	100,9
Oct	-1,7	3,7	117,1	115,3	118,7	122,1	118,8	107,3	108,1	110,3	105,9	109,7	103,7
Nov	3,3	7,5	118,3	114,4	117,9	122,2	116,4	107,3	106,5	105,4	107,7	109,7	95,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) 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.

2) Grupos de productos clasificados según la Clasificación por destino económico de los bienes.

4 Precios y costes

4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(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	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total excluidos alimentos y energía											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	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
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2015 I TR	99,2	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,2	0,2	0,7	0,1	-4,2	0,3	-0,5	1,2
II TR	100,5	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,2	0,7	0,2	2,4	0,3	0,1	0,9
III TR	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,4	0,1	-2,5	0,4	0,0	0,8
IV TR	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,2	0,9	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,6
2015 Sep	100,2	-0,1	0,9	-1,1	1,2	-0,1	0,0	0,6	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,7
Oct	100,3	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,1	0,6	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,7
Nov	100,2	0,1	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6
Dic	100,2	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,2	0,1	-0,7	0,0	-1,8	0,0	0,2	0,6
2016 Ene	98,7	0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,2	0,1	-0,4	0,1	-2,7	0,0	0,4	0,3
Feb ²⁾	98,8	-0,2	0,7	.	1,0	-0,1	0,3	-0,4	-0,1	-1,3	0,1	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alquileres					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% del total en 2015	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	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
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2015 I TR	0,3	0,5	0,1	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2
II TR	1,1	0,7	1,8	-1,3	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2
III TR	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0
IV TR	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2
2015 Sep	1,4	0,6	2,7	-2,4	0,3	-8,9	1,2	1,0	1,4	-0,1	1,6	1,1
Oct	1,6	0,6	3,2	-2,1	0,6	-8,5	1,2	1,1	1,4	-0,1	1,8	1,2
Nov	1,5	0,7	2,7	-1,7	0,6	-7,3	1,2	1,0	1,2	-0,2	1,3	1,2
Dic	1,2	0,7	2,0	-1,3	0,5	-5,8	1,2	1,0	0,7	-0,1	1,5	1,2
2016 Ene	1,0	0,8	1,4	-1,0	0,7	-5,4	1,1	1,0	0,8	0,0	1,6	1,2
Feb ²⁾	0,7	0,9	0,3	.	0,3	-8,0	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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.

4 Precios y costes

4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales excluida la construcción										Construcción	Precios de los inmuebles residenciales ¹⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ¹⁾
	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Industria excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,1
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	1,1
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	.	.
2015 I TR	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,2	1,1	2,5
II TR	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,1	3,6
III TR	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,2	1,5	5,1
IV TR	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,4	0,2	-9,4	0,0	.	.
2015 Ago	103,8	-2,6	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,2	-8,2	-	-	-
Sep	103,5	-3,2	-3,0	-0,6	-1,6	0,6	-0,4	-0,7	0,2	-10,0	-	-	-
Oct	103,1	-3,2	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,3	0,2	-9,8	-	-	-
Nov	102,9	-3,2	-2,5	-0,7	-2,1	0,6	-0,2	-0,4	0,2	-9,3	-	-	-
Dic	102,1	-3,0	-2,1	-0,7	-1,9	0,6	-0,3	-0,4	0,2	-8,9	-	-	-
2016 Ene	101,0	-2,9	-1,9	-0,6	-1,6	0,4	-0,1	-0,2	0,2	-8,6	-	-	-

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

1) 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)

	Deflatores del PIB							Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones ¹⁾		Importaciones ¹⁾	Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			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	
% del total									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,4	-1,3	81,7	-9,0	-13,3	-6,9	-8,2	-9,9	-6,9
2014	104,5	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,8	-12,1	-4,7	0,4	-8,7
2015	105,8	1,2	0,3	0,2	0,6	0,7	0,1	-2,1	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,8	-5,6
2015 I TR	105,4	1,1	0,1	-0,1	0,6	0,7	-0,2	-2,6	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
II TR	105,7	1,3	0,4	0,3	0,6	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,6	2,0	-2,0	3,9	5,4	2,6
III TR	106,0	1,3	0,3	0,3	0,5	0,7	0,1	-2,3	46,1	-6,5	6,4	-13,1	-3,3	5,7	-10,6
IV TR	106,4	1,3	0,4	0,3	0,6	0,7	-0,3	-2,4	40,7	-9,1	3,9	-16,2	-9,3	-3,0	-14,8
2015 Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	-7,9	3,8	-13,8	-6,0	2,3	-12,6
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	43,9	-8,3	3,7	-14,6	-6,9	0,8	-13,3
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-8,0	6,2	-15,6	-8,5	-1,4	-14,7
Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	35,7	-11,1	1,8	-18,5	-12,5	-8,0	-16,5
2016 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-14,9	-3,8	-21,2	-14,7	-9,7	-19,3
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	31,0	-14,3	-5,4	-19,5	-14,1	-9,4	-18,3

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Thomson Reuters (col. 9).

1) 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.

2) 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 Precios y costes

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos en porcentaje)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					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	4,7	-	-	-2,1	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	1,0	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,4	2,5	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 I TR	-5,6	-0,7	1,2	-16,9	-2,5	45,8	52,5	48,8	47,6
II TR	-1,3	3,2	2,9	-15,0	-0,9	54,7	54,4	50,4	49,0
III TR	-2,0	1,1	2,2	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9
IV TR	-2,1	1,9	3,7	-8,6	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2015 Sep	-3,5	-0,6	2,7	-11,9	-1,6	44,6	53,5	48,7	50,4
Oct	-2,4	2,0	4,6	-10,1	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9
Nov	-0,8	2,4	4,1	-8,7	-0,5	45,6	53,3	49,3	49,6
Dic	-3,2	1,3	2,3	-7,1	0,3	47,0	53,5	49,8	49,4
2016 Ene	-4,1	0,3	3,2	-8,0	-0,9	42,1	52,7	48,3	49,1
Feb	-5,5	1,7	3,2	-10,5	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) y Markit.

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,5	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,7
2015	.	.	.	.	.	.	1,5
2015 I TR	97,6	1,9	2,1	1,1	2,0	1,5	1,5
II TR	108,2	1,6	2,0	0,3	1,6	1,4	1,5
III TR	101,6	1,1	1,4	0,1	1,2	0,8	1,5
IV TR	.	.	.	.	.	.	1,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

4 Precios y costes

4.6 Costes laborales unitarios, remuneración del factor trabajo y productividad del trabajo

(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. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dad inmo- biliaria	Actividades profesionales, administra- tivas 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	102,5	1,9	2,6	2,1	4,0	1,7	0,4	1,2	0,9	3,3	0,8	2,8
2013	103,7	1,2	-1,1	2,1	0,4	0,9	-1,4	3,6	-2,8	1,0	1,4	2,0
2014	104,8	1,1	-3,8	1,5	0,7	0,7	1,0	1,0	1,2	2,3	1,2	0,6
2014 IV TR	105,2	1,3	-1,1	2,2	1,1	0,7	1,2	1,4	2,0	2,4	1,4	1,0
2015 I TR	105,2	0,8	0,1	0,9	1,8	0,6	-0,2	0,1	3,5	2,3	1,0	0,4
II TR	105,4	0,6	1,0	0,4	1,4	0,3	0,2	0,6	3,3	1,3	1,0	0,6
III TR	105,6	0,5	1,4	-0,1	0,6	0,4	0,9	1,7	3,2	1,3	1,0	0,2
Remuneración por asalariado												
2012	103,6	1,5	0,2	1,9	2,4	1,7	1,4	0,9	0,9	1,9	0,8	1,6
2013	105,2	1,6	3,8	2,8	1,2	0,9	0,8	2,0	0,2	1,0	1,7	1,7
2014	106,7	1,4	-1,4	2,2	1,7	1,4	2,1	1,4	1,5	1,7	0,9	1,1
2014 IV TR	107,3	1,4	-1,2	2,1	1,3	1,3	2,7	2,1	1,5	1,7	1,1	0,3
2015 I TR	107,7	1,2	0,9	1,9	0,9	1,0	1,8	1,5	3,0	1,8	1,0	0,5
II TR	107,9	1,3	1,3	1,9	0,6	1,4	2,4	1,4	1,5	1,2	1,1	0,6
III TR	108,1	1,1	1,5	1,4	1,2	1,2	1,7	1,8	2,0	1,1	0,9	0,1
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2012	101,0	-0,4	-2,3	-0,3	-1,5	0,0	1,1	-0,3	0,0	-1,4	0,0	-1,2
2013	101,4	0,4	4,9	0,7	0,8	-0,1	2,2	-1,5	3,0	0,1	0,2	-0,3
2014	101,7	0,3	2,5	0,6	1,0	0,7	1,1	0,4	0,3	-0,5	-0,3	0,5
2014 IV TR	102,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,6	1,5	0,7	-0,5	-0,7	-0,3	-0,7
2015 I TR	102,4	0,4	0,9	1,0	-0,9	0,5	2,1	1,4	-0,5	-0,5	0,0	0,1
II TR	102,4	0,6	0,3	1,5	-0,7	1,1	2,1	0,9	-1,7	-0,1	0,1	0,0
III TR	102,4	0,6	0,1	1,4	0,6	0,8	0,9	0,1	-1,2	-0,2	-0,1	-0,1
Remuneración por hora trabajada												
2012	104,8	2,6	2,2	3,3	5,0	2,9	1,7	1,2	1,4	2,9	1,3	2,8
2013	107,2	2,3	3,7	2,9	2,6	1,8	0,9	2,6	1,6	2,2	2,1	2,9
2014	108,6	1,3	-0,7	1,7	1,5	1,5	1,7	1,3	1,3	1,3	0,7	1,8
2014 IV TR	109,1	1,2	-1,0	1,5	0,9	1,4	1,8	2,2	1,3	1,2	1,0	1,0
2015 I TR	109,4	1,3	0,9	1,7	0,5	1,5	1,0	2,0	2,6	2,0	1,0	-0,3
II TR	109,5	1,1	0,4	1,4	-0,1	1,5	1,4	1,6	0,4	0,8	1,2	0,4
III TR	109,6	0,8	1,0	0,8	0,0	1,1	0,7	2,2	1,5	0,6	0,9	-0,3
Productividad del trabajo por hora												
2012	102,3	0,8	-1,1	1,2	1,0	1,2	1,5	0,3	1,0	-0,2	0,5	0,0
2013	103,5	1,2	4,7	0,9	2,3	0,7	2,6	-1,0	4,4	1,1	0,7	0,9
2014	103,8	0,3	3,0	0,2	0,9	0,8	0,8	0,4	0,6	-0,6	-0,5	1,2
2014 IV TR	103,8	0,0	-0,6	-0,7	-0,1	0,7	0,8	1,0	-0,5	-1,1	-0,4	-0,1
2015 I TR	104,2	0,5	-0,2	0,8	-0,6	1,0	1,9	1,7	-1,4	-0,3	0,0	-0,3
II TR	104,2	0,5	-0,4	0,9	-1,1	1,4	1,6	0,9	-2,5	-0,5	0,2	-0,2
III TR	104,1	0,3	-0,4	0,9	-0,1	1,0	-0,2	0,3	-2,5	-0,9	-0,2	-0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Dinero y crédito

5.1 Agregados monetarios¹⁾

(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	M3-M2					
	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	8	9	10	11			
Saldos vivos												
2013	909,7	4.476,3	5.386,1	1.683,3	2.142,8	3.826,1	9.212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9.838,1
2014	968,5	4.952,3	5.920,8	1.598,5	2.148,8	3.747,2	9.668,1	123,9	427,7	104,7	656,3	10.324,3
2015	1.034,5	5.569,8	6.604,3	1.447,5	2.160,6	3.608,1	10.212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10.839,8
2015 I TR	993,5	5.154,9	6.148,4	1.529,1	2.149,9	3.679,1	9.827,5	125,8	437,5	96,6	659,9	10.487,4
II TR	1.014,0	5.298,7	6.312,6	1.480,1	2.160,5	3.640,7	9.953,3	90,3	441,1	98,6	629,9	10.583,2
III TR	1.028,2	5.425,1	6.453,3	1.449,3	2.164,4	3.613,7	10.067,0	98,4	457,6	73,3	629,2	10.696,2
IV TR	1.034,5	5.569,8	6.604,3	1.447,5	2.160,6	3.608,1	10.212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10.839,8
2015 Ago	1.025,0	5.383,6	6.408,6	1.460,5	2.163,9	3.624,3	10.032,9	102,4	446,2	80,4	629,0	10.661,9
Sep	1.028,2	5.425,1	6.453,3	1.449,3	2.164,4	3.613,7	10.067,0	98,4	457,6	73,3	629,2	10.696,2
Oct	1.029,9	5.487,7	6.517,6	1.438,5	2.164,3	3.602,8	10.120,4	106,8	473,5	76,9	657,1	10.777,5
Nov	1.037,4	5.544,3	6.581,8	1.448,3	2.162,6	3.610,8	10.192,6	91,5	485,2	82,0	658,7	10.851,3
Dic	1.034,5	5.569,8	6.604,3	1.447,5	2.160,6	3.608,1	10.212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10.839,8
2016 Ene ^(p)	1.044,5	5.622,7	6.667,2	1.448,6	2.156,8	3.605,4	10.272,6	87,6	471,1	78,2	636,8	10.909,4
Operaciones												
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,3	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,7	24,6	374,4
2015	64,8	576,6	641,4	-143,3	12,0	-131,3	510,1	-47,8	49,6	-26,4	-24,7	485,4
2015 I TR	23,8	166,6	190,4	-56,9	2,0	-54,8	135,6	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,6
II TR	20,5	151,9	172,3	-47,6	10,9	-36,7	135,6	-35,2	3,6	3,9	-27,6	108,0
III TR	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,4	8,4	119,4
IV TR	6,3	129,1	135,4	-3,5	-4,0	-7,5	127,9	-21,5	21,7	-2,6	-2,4	125,5
2015 Ago	4,7	24,5	29,2	-9,4	2,3	-7,1	22,1	-2,3	2,2	-2,6	-2,6	19,5
Sep	3,2	42,6	45,9	-12,2	-0,4	-12,6	33,3	-4,1	1,3	-3,9	-6,6	26,7
Oct	1,7	49,4	51,1	-12,1	-0,2	-12,3	38,7	8,2	16,0	4,4	28,6	67,4
Nov	7,6	48,3	55,8	7,4	-1,9	5,5	61,3	-15,7	11,8	5,2	1,3	62,6
Dic	-3,0	31,4	28,5	1,2	-1,9	-0,6	27,8	-14,0	-6,1	-12,2	-32,3	-4,5
2016 Ene ^(p)	10,1	54,9	65,0	1,4	-3,7	-2,3	62,7	10,5	-2,8	4,6	12,4	75,1
Tasas de crecimiento												
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2015 I TR	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,7	5,6	4,7
II TR	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,7	0,6	4,9
III TR	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,5	0,7	4,9
IV TR	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2015 Ago	8,6	12,1	11,5	-11,2	0,6	-4,6	5,1	-21,1	9,5	8,2	2,4	4,9
Sep	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,5	0,7	4,9
Oct	8,1	12,3	11,6	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,1	6,6	3,2	5,2
Nov	8,0	11,7	11,1	-9,9	0,3	-4,0	5,2	-29,6	12,3	7,3	2,7	5,0
Dic	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2016 Ene ^(p)	6,1	11,3	10,5	-7,5	0,7	-2,7	5,4	-28,0	9,4	-16,2	-1,3	5,0

Fuente: BCE.

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

5 Dinero y crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

(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 Administraciones Públicas 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													
2013	1.710,5	1.186,7	397,8	109,8	16,2	5.413,6	2.539,7	874,7	1.994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1.815,2	1.318,7	365,8	111,6	19,2	5.556,6	2.751,2	809,6	1.992,8	3,0	895,8	222,7	333,1
2015	1.927,6	1.480,9	322,0	116,5	8,2	5.751,1	3.061,0	694,3	1.993,1	2,6	989,2	224,6	362,5
2015 I TR	1.848,5	1.381,7	340,2	111,8	14,9	5.597,8	2.839,3	762,8	1.991,9	3,8	947,6	225,7	340,2
II TR	1.858,2	1.410,7	322,6	112,8	12,2	5.646,7	2.910,7	735,1	1.998,1	2,8	955,7	228,1	340,9
III TR	1.901,0	1.451,1	324,0	115,8	10,1	5.695,4	2.987,9	707,4	1.997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
IV TR	1.927,6	1.480,9	322,0	116,5	8,2	5.751,1	3.061,0	694,3	1.993,1	2,6	989,2	224,6	362,5
2015 Ago	1.889,4	1.441,7	325,0	114,5	8,2	5.674,0	2.960,0	714,8	1.996,2	3,1	968,1	224,7	354,2
Sep	1.901,0	1.451,1	324,0	115,8	10,1	5.695,4	2.987,9	707,4	1.997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
Oct	1.937,3	1.493,6	316,7	116,9	10,1	5.706,8	3.003,6	705,6	1.994,2	3,5	964,5	222,4	366,1
Nov	1.934,2	1.486,9	321,4	116,8	9,1	5.728,0	3.033,3	698,5	1.992,2	3,9	990,4	222,4	371,7
Dic	1.927,6	1.480,9	322,0	116,5	8,2	5.751,1	3.061,0	694,3	1.993,1	2,6	989,2	224,6	362,5
2016 Ene ^(p)	1.966,4	1.520,9	320,1	115,6	9,8	5.763,9	3.077,2	693,9	1.989,2	3,6	983,3	224,2	378,1
Operaciones													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,5	91,2	-25,5	1,5	2,4	140,5	209,8	-65,7	-1,8	-1,7	53,4	7,5	21,7
2015	100,0	140,2	-33,9	4,9	-11,2	194,8	302,8	-108,2	0,7	-0,4	76,5	-1,7	27,9
2015 I TR	29,5	48,9	-14,9	0,1	-4,6	39,0	79,1	-41,1	0,2	0,8	35,0	1,5	7,5
II TR	13,3	31,7	-16,8	1,0	-2,6	50,7	73,3	-28,0	6,4	-1,0	12,3	2,8	0,9
III TR	42,5	41,0	0,4	3,1	-2,1	48,9	78,3	-27,7	-1,9	0,2	10,3	-10,2	13,4
IV TR	14,7	18,6	-2,6	0,7	-2,0	56,2	72,1	-11,4	-4,0	-0,5	18,9	4,2	6,1
2015 Ago	2,8	5,8	0,7	0,7	-4,4	11,0	18,3	-7,4	0,1	-0,1	2,3	-7,2	6,2
Sep	12,4	9,5	-0,4	1,4	2,0	21,3	28,9	-7,3	-0,2	-0,1	-3,0	-6,6	1,9
Oct	25,2	31,9	-7,8	1,1	0,0	10,6	15,0	-2,0	2,9	0,5	-4,5	4,5	9,5
Nov	-7,6	-10,0	3,8	-0,1	-1,2	21,4	28,6	-5,5	-2,1	0,4	21,1	-2,4	5,5
Dic	-2,9	-3,3	1,5	-0,3	-0,8	24,1	28,4	-3,9	1,0	-1,3	2,3	2,1	-8,8
2016 Ene ^(p)	40,3	41,1	-1,5	-0,9	1,6	13,1	16,3	-0,1	-4,0	1,0	-5,3	-0,5	15,4
Tasas de crecimiento													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,4	1,3	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 I TR	4,7	9,9	-9,8	0,8	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,6	-0,5	5,2
II TR	4,3	10,6	-13,9	1,3	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
III TR	5,1	10,8	-12,3	2,3	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
IV TR	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 Ago	4,8	11,2	-13,3	1,6	-48,2	2,9	10,9	-15,3	0,1	-36,9	14,5	-5,6	6,1
Sep	5,1	10,8	-12,3	2,3	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
Oct	6,6	12,2	-11,5	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-25,6	10,8	-3,7	9,8
Nov	5,0	10,0	-11,0	1,9	-31,7	3,3	10,9	-14,5	0,1	-18,1	9,7	-4,7	10,9
Dic	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016 Ene ^(p)	6,5	10,8	-9,0	4,4	-17,4	3,7	10,5	-11,4	0,2	-12,4	9,2	-3,2	9,9

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) Corresponde al sector de AAPP, excluida la Administración Central.

5 Dinero y crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

(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	Ajustado de titulaciones y otras transferencias ²⁾	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾			A empresas de seguros y fondos de pensiones
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2013	3.404,9	1.096,7	2.308,2	12.709,1	10.544,4	10.929,5	4.353,6	5.222,8	869,2	98,7	1.364,7	800,0
2014	3.605,5	1.131,8	2.473,7	12.562,3	10.510,7	10.920,7	4.271,7	5.200,4	909,8	128,9	1.276,9	774,7
2015	3.893,3	1.109,5	2.783,9	12.679,6	10.591,7	10.989,3	4.273,4	5.307,5	887,3	123,6	1.301,1	786,8
2015 I TR	3.671,7	1.148,5	2.523,2	12.674,1	10.611,8	11.008,5	4.301,5	5.234,0	941,6	134,7	1.274,1	788,2
II TR	3.680,4	1.137,4	2.543,0	12.636,4	10.592,2	10.986,5	4.291,3	5.258,5	906,8	135,5	1.254,8	789,4
III TR	3.815,9	1.127,1	2.688,8	12.652,5	10.564,8	10.963,1	4.274,9	5.277,6	891,1	121,2	1.310,4	777,3
IV TR	3.893,3	1.109,5	2.783,9	12.679,6	10.591,7	10.989,3	4.273,4	5.307,5	887,3	123,6	1.301,1	786,8
2015 Ago	3.766,9	1.132,3	2.634,6	12.697,1	10.599,3	11.000,9	4.291,1	5.268,8	910,8	128,6	1.306,1	791,7
Sep	3.815,9	1.127,1	2.688,8	12.652,5	10.564,8	10.963,1	4.274,9	5.277,6	891,1	121,2	1.310,4	777,3
Oct	3.835,6	1.119,8	2.715,8	12.695,5	10.607,1	11.003,3	4.290,2	5.301,9	890,6	124,3	1.296,6	791,8
Nov	3.877,8	1.118,4	2.759,4	12.736,0	10.650,2	11.046,6	4.307,5	5.310,0	908,3	124,4	1.287,6	798,2
Dic	3.893,3	1.109,5	2.783,9	12.679,6	10.591,7	10.989,3	4.273,4	5.307,5	887,3	123,6	1.301,1	786,8
2016 Ene ⁽⁶⁾	3.963,7	1.117,3	2.846,4	12.687,9	10.617,1	11.013,2	4.289,1	5.311,7	890,6	125,6	1.306,0	764,9
Operaciones												
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-268,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1
2014	72,0	16,0	56,1	-104,0	-50,3	-32,1	-60,9	-15,4	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015	283,8	-20,7	304,6	97,6	68,8	49,0	0,6	98,0	-24,3	-5,5	24,2	4,5
2015 I TR	40,3	16,5	23,8	34,1	45,2	31,7	8,3	19,2	12,4	5,3	-3,5	-7,5
II TR	58,0	-10,7	68,6	0,2	7,6	1,6	-0,3	30,7	-23,8	1,0	-14,1	6,7
III TR	112,2	-10,2	122,3	54,8	-7,9	-2,8	-6,0	24,7	-12,3	-14,4	64,3	-1,6
IV TR	73,4	-16,4	89,8	8,4	23,9	18,5	-1,4	23,4	-0,7	2,6	-22,4	7,0
2015 Ago	47,1	-0,1	47,1	15,2	3,8	4,5	-0,8	9,1	-1,5	-3,0	12,1	-0,7
Sep	35,0	-6,1	41,1	-29,7	-26,0	-27,4	-10,4	11,4	-19,6	-7,4	5,6	-9,3
Oct	10,1	-7,7	17,8	16,6	27,7	25,7	7,0	15,0	2,6	3,1	-19,1	8,0
Nov	36,6	-1,5	38,1	18,7	35,4	31,3	12,4	8,3	14,6	0,0	-20,4	3,7
Dic	26,7	-7,1	33,9	-26,8	-39,1	-38,5	-20,9	0,1	-17,9	-0,5	17,1	-4,7
2016 Ene ⁽⁶⁾	60,3	5,2	55,0	24,0	34,1	31,4	21,0	6,4	4,6	2,1	6,9	-17,0
Tasas de crecimiento												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5
2015	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,4	0,0	1,9	-2,6	-4,2	1,9	0,6
2015 I TR	2,8	1,9	3,1	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,4	14,1	-4,9	3,2
II TR	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,2	3,0
III TR	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
IV TR	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,4	0,0	1,9	-2,6	-4,2	1,9	0,6
2015 Ago	6,3	1,0	8,8	1,0	1,0	0,7	0,2	1,4	0,5	12,4	-0,3	3,2
Sep	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
Oct	6,9	0,2	9,9	0,9	0,9	0,7	0,3	1,8	-1,5	2,0	0,0	2,5
Nov	7,8	-0,7	11,7	1,1	1,2	0,9	0,7	1,9	-0,1	-1,4	-0,7	3,4
Dic	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,4	0,0	1,9	-2,6	-4,2	1,9	0,6
2016 Ene ⁽⁶⁾	8,6	-2,4	13,7	0,9	0,8	0,6	0,4	1,9	-2,5	-9,5	2,3	-0,4

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 titulaciones u otras transferencias.

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 Dinero y crédito

5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del euro¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾				
	Total	Ajustado de titulaciones y otras transferencias ⁴⁾	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Ajustado de titulaciones y otras transferencias ⁴⁾	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1		2	3	4	5		6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2013	4.353,6	4.407,7	1.065,7	740,9	2.547,0	5.222,8	5.546,6	573,6	3.853,7	795,5
2014	4.271,7	4.329,7	1.080,7	720,5	2.470,4	5.200,4	5.545,3	563,4	3.861,0	776,0
2015	4.273,4	4.333,7	1.038,2	758,5	2.476,7	5.307,5	5.638,7	595,6	3.948,3	763,6
2015 I TR	4.301,5	4.357,4	1.089,2	734,6	2.477,8	5.234,0	5.570,3	567,8	3.890,9	775,3
II TR	4.291,3	4.347,6	1.080,8	743,1	2.467,3	5.258,5	5.589,2	578,7	3.908,9	771,0
III TR	4.274,9	4.333,8	1.058,3	745,9	2.470,6	5.277,6	5.611,4	582,4	3.926,5	768,7
IV TR	4.273,4	4.333,7	1.038,2	758,5	2.476,7	5.307,5	5.638,7	595,6	3.948,3	763,6
2015 Ago	4.291,1	4.350,1	1.083,9	743,0	2.464,2	5.268,8	5.605,3	581,6	3.917,2	770,0
Sep	4.274,9	4.333,8	1.058,3	745,9	2.470,6	5.277,6	5.611,4	582,4	3.926,5	768,7
Oct	4.290,2	4.350,6	1.062,6	755,6	2.472,1	5.301,9	5.630,1	594,9	3.940,6	766,5
Nov	4.307,5	4.365,8	1.076,6	755,5	2.475,3	5.310,0	5.638,7	596,8	3.944,8	768,3
Dic	4.273,4	4.333,7	1.038,2	758,5	2.476,7	5.307,5	5.638,7	595,6	3.948,3	763,6
2016 Ene ^(p)	4.289,1	4.352,3	1.048,5	765,3	2.475,2	5.311,7	5.642,9	596,3	3.952,0	763,4
Operaciones										
2013	-132,9	-145,1	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-15,0	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,9	-64,0	-14,2	2,3	-48,9	-15,4	5,9	-2,9	-3,4	-9,1
2015	0,6	6,3	-45,8	32,3	14,1	98,0	77,1	21,6	80,1	-3,6
2015 I TR	8,3	5,7	-1,0	7,5	1,8	19,2	11,1	2,0	17,4	-0,2
II TR	-0,3	0,9	-3,0	7,3	-4,5	30,7	20,8	9,4	22,5	-1,2
III TR	-6,0	-0,7	-19,1	4,0	9,2	24,7	26,5	5,2	19,8	-0,3
IV TR	-1,4	0,4	-22,6	13,5	7,6	23,4	18,6	5,0	20,3	-1,9
2015 Ago	-0,8	0,3	4,1	-0,1	-4,9	9,1	8,0	2,4	6,4	0,3
Sep	-10,4	-9,8	-24,0	3,6	10,0	11,4	9,7	1,3	10,2	-0,1
Oct	7,0	10,2	-5,6	10,1	2,5	15,0	7,5	3,0	12,5	-0,6
Nov	12,4	9,4	15,5	-2,4	-0,7	8,3	8,7	2,6	3,6	2,1
Dic	-20,9	-19,1	-32,5	5,9	5,7	0,1	2,4	-0,6	4,2	-3,4
2016 Ene ^(p)	21,0	22,9	13,2	5,4	2,4	6,4	6,0	1,1	4,8	0,4
Tasas de crecimiento										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,4	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 I TR	-0,6	-0,7	-0,8	2,0	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,8
II TR	-0,2	-0,4	-1,1	2,2	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,9
III TR	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
IV TR	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 Ago	0,2	0,2	0,1	2,6	-0,4	1,4	1,0	2,7	1,6	-0,5
Sep	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
Oct	0,3	0,4	-3,1	5,0	0,4	1,8	1,2	2,9	2,0	-0,4
Nov	0,7	0,7	-0,9	3,5	0,5	1,9	1,4	3,6	2,1	-0,2
Dic	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 Ene ^(p)	0,4	0,6	-3,1	4,6	0,7	1,9	1,4	4,0	2,0	-0,3

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 titulaciones u otras transferencias.

5 Dinero y crédito

5.5 Contrapartidas de M3 distintas del crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

(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 exteriores netos	Otros		
		Total	Depósitos a plazo a más de 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⁾
Saldos vivos										
2013	261,7	7.311,0	2.371,2	91,5	2.507,2	2.341,1	1.146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7.188,6	2.248,9	92,2	2.381,7	2.465,8	1.383,3	226,5	184,5	139,7
2015	278,3	7.069,6	2.184,2	79,8	2.254,1	2.551,5	1.331,3	283,4	205,9	135,6
2015 I TR	283,2	7.320,9	2.258,5	90,6	2.395,7	2.576,1	1.505,6	240,1	236,3	160,6
II TR	265,2	7.169,4	2.223,1	86,7	2.330,6	2.529,0	1.459,0	242,1	224,6	147,1
III TR	287,6	7.101,6	2.223,8	83,7	2.264,4	2.529,7	1.361,8	255,2	213,6	140,0
IV TR	278,3	7.069,6	2.184,2	79,8	2.254,1	2.551,5	1.331,3	283,4	205,9	135,6
2015 Ago	274,5	7.127,1	2.225,0	84,3	2.289,8	2.528,0	1.355,3	244,1	207,0	128,4
Sep	287,6	7.101,6	2.223,8	83,7	2.264,4	2.529,7	1.361,8	255,2	213,6	140,0
Oct	347,8	7.107,3	2.207,4	82,2	2.257,1	2.560,5	1.396,2	305,3	196,4	144,9
Nov	296,0	7.123,8	2.189,4	80,3	2.284,3	2.569,9	1.385,8	271,5	217,7	146,0
Dic	278,3	7.069,6	2.184,2	79,8	2.254,1	2.551,5	1.331,3	283,4	205,9	135,6
2016 Ene ^(p)	306,0	7.054,7	2.174,5	78,6	2.224,5	2.577,1	1.309,8	308,8	213,8	141,7
Operaciones										
2013	-44,9	-89,7	-19,0	-14,3	-137,3	80,9	362,0	-62,5	32,2	43,7
2014	-5,7	-162,5	-122,3	2,0	-151,4	109,1	238,4	-0,2	0,7	17,8
2015	7,5	-219,2	-104,0	-13,5	-203,8	102,0	-97,4	-10,2	21,4	-4,0
2015 I TR	15,5	-36,8	-27,8	-2,6	-52,3	45,9	3,4	33,3	51,7	21,0
II TR	-18,0	-87,4	-34,7	-3,9	-50,5	1,8	-0,3	-55,3	-11,8	-13,6
III TR	22,0	-37,6	6,1	-3,1	-58,5	17,9	-64,1	0,9	-11,0	-7,1
IV TR	-11,9	-57,4	-47,5	-3,9	-42,4	36,4	-36,5	10,8	-7,7	-4,3
2015 Ago	20,8	-14,4	-2,7	-1,4	-13,3	3,0	-19,5	-17,0	-0,3	-13,9
Sep	12,8	-19,9	-1,1	-0,6	-25,1	6,9	7,4	6,9	6,6	11,6
Oct	58,0	-33,9	-23,4	-1,5	-17,5	8,6	10,5	54,3	-17,2	5,0
Nov	-51,8	-11,2	-21,1	-1,9	-6,2	18,0	-15,3	-40,3	21,3	1,1
Dic	-18,1	-12,3	-3,0	-0,5	-18,6	9,8	-31,7	-3,2	-11,7	-10,4
2016 Ene ^(p)	27,7	-31,3	-9,1	-1,2	-24,6	3,5	-28,2	15,4	7,9	6,9
Tasas de crecimiento										
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,3
2014	-2,2	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6
2015	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 I TR	5,5	-2,7	-5,9	-0,1	-6,8	4,6	-	-	33,4	37,6
II TR	-6,0	-3,0	-5,3	-3,4	-8,1	4,3	-	-	31,0	23,5
III TR	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,0	-	-	30,5	15,0
IV TR	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 Ago	-1,4	-3,2	-4,3	-7,9	-8,7	3,6	-	-	20,3	9,8
Sep	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,0	-	-	30,5	15,0
Oct	29,6	-3,5	-4,2	-10,1	-9,0	3,0	-	-	7,2	19,6
Nov	10,3	-3,4	-4,9	-11,4	-8,8	3,6	-	-	18,0	11,7
Dic	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 Ene ^(p)	3,4	-3,3	-4,4	-15,4	-8,9	3,5	-	-	5,1	7,0

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

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

	Déficit (-)/Superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/Superávit (+) primario
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2011	-4,2	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,2
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	0,0	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2014 IV TR	-2,6	.	.	.	.	0,1
2015 I TR	-2,5	.	.	.	.	0,1
II TR	-2,4	.	.	.	.	0,1
III TR	-2,1	.	.	.	.	0,3

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

6.2 Recursos y Empleos

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

	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			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	44,9	44,5	11,6	12,6	15,1	0,4	49,1	44,8	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,3	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	3,9
2014 IV TR	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	3,9
2015 I TR	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,9
II TR	46,6	46,2	12,6	13,1	15,5	0,5	49,0	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,8
III TR	46,6	46,1	12,6	13,1	15,4	0,5	48,7	45,0	10,2	5,3	2,5	23,1	3,7

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

(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	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	86,0	2,9	15,5	67,5	42,9	24,4	43,1	12,2	73,8	20,4	30,0	35,6	84,2	1,8
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,8	11,4	78,0	19,7	31,7	37,9	87,2	2,2
2013	91,1	2,7	17,2	71,2	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,4	89,1	2,0
2014	92,1	2,7	17,0	72,4	45,3	26,0	46,8	10,1	82,0	19,0	32,1	41,0	90,1	2,0
2014 IV TR	92,1	2,7	17,0	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 I TR	92,9	2,7	16,8	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	92,3	2,8	16,2	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	91,6	2,7	16,1	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes¹⁾ (en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

	Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ²⁾	Déficit (+)/superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda								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		
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	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	0,2	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,8	3,9
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,7	0,2	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	1,1	2,6
2014 IV TR	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,2	1,1	2,7
2015 I TR	0,8	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,9	2,6
II TR	-0,6	-0,1	-0,9	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,5	1,5
III TR	-0,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	1,7

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

1) Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado, excepto en los datos trimestrales sobre el ajuste entre déficit y deuda.

2) Calculada como la diferencia entre los ratios de deuda pública en relación con el PIB al final del período de referencia y un año antes.

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

(servicio de la deuda en porcentaje del PIB; flujos durante el período de servicio de la deuda; rendimiento nominal medio en porcentaje)

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾						
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	Tipo de interés variable		Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización		
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
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
2015	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2014 IV TR	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 I TR	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
II TR	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
III TR	15,5	13,5	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
2015 Ago	15,3	13,4	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,9	0,4	1,5
Sep	15,5	13,5	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
Oct	15,9	13,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
Nov	16,0	14,0	4,7	2,0	0,5	6,5	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
Dic	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 Ene	15,4	13,4	5,4	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2

Fuente: BCE.

1) Datos registrados al valor nominal y sin consolidar dentro del sector AAPP.

2) Excluye los pagos futuros de valores representativos de deuda que todavía no están en circulación y amortizaciones anticipadas.

3) Vida residual a fin de período.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

6.6 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro

(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	-1,0	1,2	-12,5	-10,2	-9,5	-5,1	-3,5	-5,7	
2012	-4,1	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	-0,1	-0,1	-5,7	-12,4	-6,9	-4,1	-2,9	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9	
2014 IV TR	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9	
2015 I TR	-3,3	0,4	0,5	-3,6	-4,7	-5,9	-3,9	-3,0	-0,2	
II TR	-3,1	0,4	0,6	-3,0	-5,3	-5,5	-3,9	-2,9	-0,4	
III TR	-3,0	0,8	0,7	-2,5	-5,4	-5,3	-3,7	-2,8	-0,9	
Deuda pública										
2011	102,2	78,4	5,9	109,3	172,0	69,5	85,2	116,4	65,8	
2012	104,1	79,7	9,5	120,2	159,4	85,4	89,6	123,2	79,3	
2013	105,1	77,4	9,9	120,0	177,0	93,7	92,3	128,8	102,5	
2014	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2	
2014 IV TR	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2	
2015 I TR	110,9	74,3	10,0	104,7	169,9	99,7	97,5	135,3	107,5	
II TR	109,3	72,5	9,9	102,1	168,9	99,3	97,7	136,0	110,4	
III TR	108,7	71,9	9,8	99,4	171,0	99,3	97,0	134,6	109,6	
	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	-3,4	-8,9	0,5	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,2	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,7	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,6	-2,5
2014	-1,5	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2014 IV TR	-1,6	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2015 I TR	-1,9	-0,8	0,7	-2,5	-2,0	-2,2	-7,2	-4,7	-2,8	-3,3
II TR	-2,0	0,3	0,5	-2,2	-1,9	-2,2	-6,4	-4,6	-2,8	-2,8
III TR	-2,0	0,0	0,2	-1,7	-1,7	-2,4	-3,2	-4,1	-2,6	-2,9
Deuda pública										
2011	42,8	37,2	19,2	69,8	61,7	82,2	111,4	46,4	43,3	48,5
2012	41,4	39,8	22,1	67,6	66,4	81,6	126,2	53,7	51,9	52,9
2013	39,1	38,8	23,4	69,6	67,9	80,8	129,0	70,8	54,6	55,6
2014	40,6	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2014 IV TR	40,8	40,7	22,9	66,9	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2015 I TR	35,6	38,0	22,2	68,5	69,2	84,9	130,3	81,8	53,9	60,6
II TR	35,3	37,6	21,6	67,4	67,1	86,3	128,6	80,8	54,3	62,4
III TR	36,4	38,1	21,3	66,3	66,3	85,3	130,5	84,1	53,5	61,2

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2016

Apartado de correos: 60640 Fráncfort del Meno, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

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.

Traducción efectuada por el Banco de España. 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 datos para elaborar este Boletín se cerró el 9 de marzo de 2016.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-15-005-ES-N (edición electrónica)