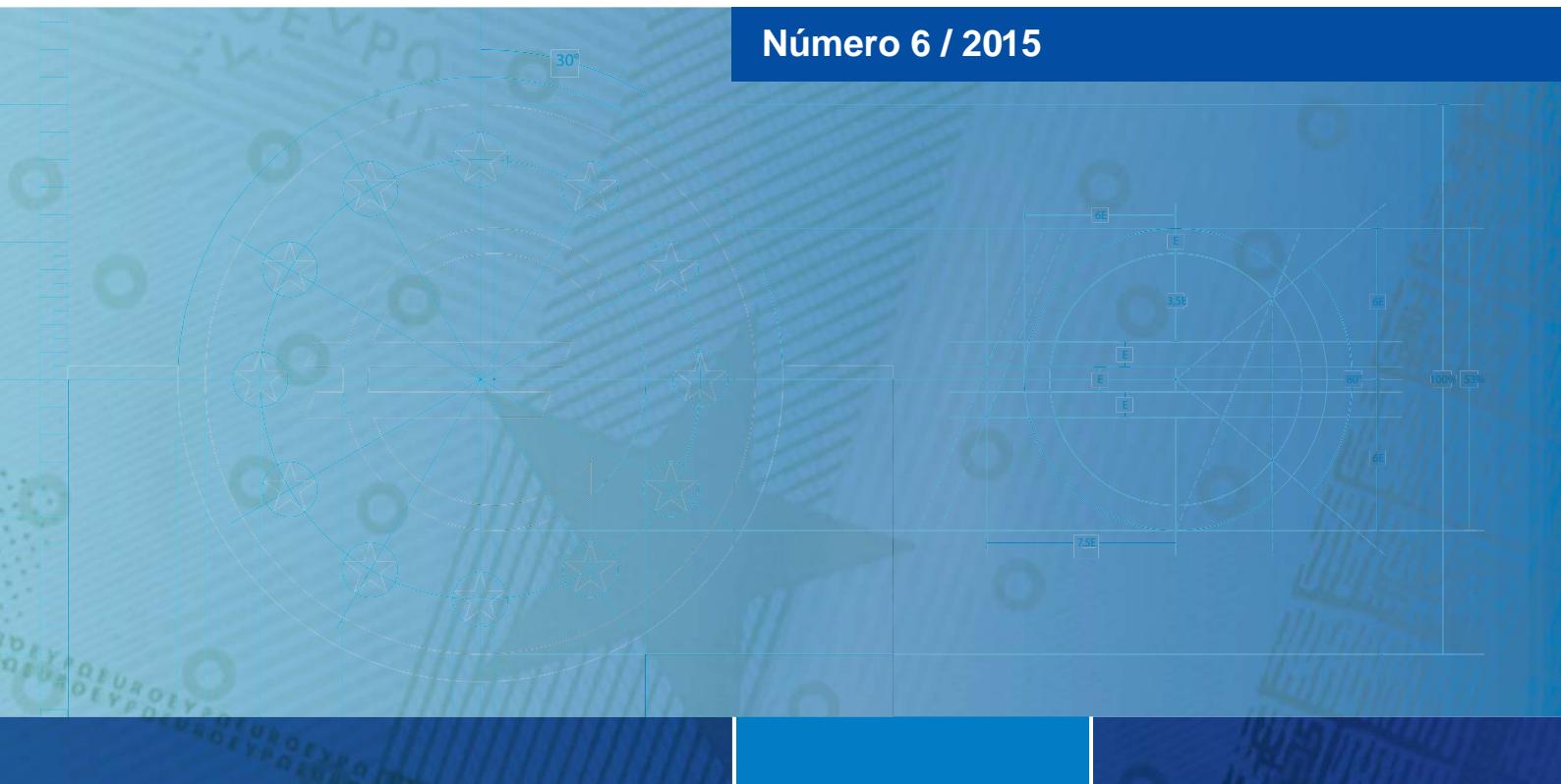


## Boletín Económico

Número 6 / 2015



# Índice

## Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos	3
1 Entorno exterior	7
2 Evolución financiera	12
3 Actividad económica	17
4 Precios y costes	22
5 Dinero y crédito	27
6 Evolución de las finanzas públicas	33

## Recuadros

1 Evolución reciente y perspectivas de los precios de las materias primas no energéticas	36
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 22 de abril y el 21 de julio de 2015	38
3 La utilidad de los datos de las operaciones de TARGET2 para el análisis del mercado monetario a un día sin garantías	43
4 Publicación de los saldos TARGET	49
5 La revisión de las ponderaciones por el comercio exterior de los tipos de cambio efectivos del euro refleja la creciente importancia de las economías emergentes	52
6 Una medida de la holgura de la economía de la zona del euro basada en encuestas de opinión	56
7 Evolución reciente de los precios de los alimentos en la zona del euro	60
8 Recomendaciones de política fiscal específicas para cada país en el contexto del Semestre Europeo 2015	63

## Artículos

La situación del ciclo de los precios de la vivienda en la zona del euro	67
El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero durante la crisis	70

## Estadísticas

S1

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**El examen de datos recientes, las nuevas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y una evaluación provisional de las recientes fluctuaciones observadas en el mercado apuntan a una continuación de la recuperación económica en la zona del euro, aunque a un ritmo algo más débil, y a un aumento de las tasas de inflación más lento de lo esperado.**

El cambio en las perspectivas obedece en gran medida a factores externos. La economía mundial está creciendo gradualmente, aunque todavía de forma desigual. Por una parte, la actividad económica de las economías avanzadas se está viendo favorecida por los bajos precios del petróleo, la persistencia de unas condiciones de financiación acomodaticias, un ritmo más lento de consolidación fiscal y una mejora de los mercados de trabajo. Por otra parte, las perspectivas de las economías emergentes se han deteriorado en un contexto de mayor incertidumbre, dado que los problemas estructurales y los desequilibrios macroeconómicos están frenando el crecimiento en algunos países, mientras que otros se están ajustando a unos precios de las materias primas más reducidos y a unas condiciones de financiación externa menos favorables. En paralelo, las presiones inflacionistas se han visto atenuadas por la caída de los precios de las materias primas.

**Asimismo, han surgido nuevos riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento e inflación, como consecuencia del reciente aumento de la volatilidad de los mercados financieros.** Durante el verano se han registrado dos episodios significativos de intensificación de las tensiones. El primero estuvo vinculado con los acontecimientos ocurridos en Grecia a finales de junio y principios de julio y, en conjunto, su impacto en los mercados financieros fue relativamente débil. El segundo episodio se produjo en la segunda quincena de agosto y estuvo relacionado con los acontecimientos en China. Este último tuvo un impacto considerable en los mercados bursátiles y cambiarios, así como en las percepciones de riesgo. En conjunto, los rendimientos nominales de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro disminuyeron ligeramente entre principios de junio y comienzos de septiembre. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro cayeron notablemente, en especial dado el entorno de pérdidas en el mercado de renta variable chino en la segunda mitad de agosto y el correspondiente aumento de la incertidumbre a nivel global. En este contexto de mayor aversión al riesgo y debilidad de los mercados emergentes, el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado de forma significativa recientemente.

**El PIB real de la zona del euro creció en el segundo trimestre de 2015 a un ritmo ligeramente más lento que en el primer trimestre.** El ritmo de avance en el segundo trimestre fue algo menor de lo previsto. Esta moderación, debida a una

demandas internas más débiles de lo esperado, fueron generalizadas en los distintos países. Los indicadores de opinión más recientes sugieren que la tasa de crecimiento del PIB real en la segunda mitad de 2015 será similar a la registrada en el segundo trimestre.

**De cara a un futuro más lejano, se espera que la recuperación de la zona del euro continúe, aunque a un ritmo algo más lento de lo previsto.** Esta evolución refleja, en particular, la desaceleración de las economías emergentes, que está lastrando el crecimiento mundial y, por tanto, la demanda de exportaciones de la zona del euro. La demanda interna debería verse apoyada adicionalmente por las medidas de política monetaria del BCE y por su efecto favorable sobre las condiciones de financiación, así como por los avances realizados en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Asimismo, el descenso de los precios del petróleo debería respaldar la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales, prestando un apoyo adicional al consumo privado y la inversión. Al mismo tiempo, es probable que los ajustes necesarios de los balances en distintos sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales frenen la recuperación de la actividad.

**Las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro<sup>1</sup> prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,4% en 2015, el 1,7% en 2016 y el 1,8% en 2017.** Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja, debido fundamentalmente a la caída de la demanda exterior como resultado del crecimiento más débil de las economías emergentes. En la valoración del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas de la actividad económica continúan situados a la baja, como consecuencia, en particular, del aumento de la incertidumbre acerca del entorno exterior. En particular, la evolución actual de las economías emergentes podría influir más negativamente en el crecimiento mundial a través de sus efectos sobre el comercio y la confianza.

**Tras seguir una tendencia alcista en meses anteriores del año, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se ha estabilizado en tasas positivas pero bajas recientemente.** Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en una tasa del 0,2% en agosto por tercer mes consecutivo. Aunque los bajos precios de la energía frenaron la inflación, este efecto se vio compensado por mayores incrementos en el ritmo de avance de los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos. Los indicadores más recientes confirman un fortalecimiento gradual de la inflación subyacente. Se estima que el IAPC excluidos la energía y los alimentos pasó de un mínimo del 0,6% a principios de año al 1% en agosto.

---

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

**Sobre la base de la información disponible, la inflación interanual medida por el IAPC se mantendrá en niveles muy reducidos a corto plazo, como reflejo, principalmente, de la evolución reciente de los precios de la energía.** No obstante, se espera que la inflación aumente hacia el final de 2015, debido también a efectos de base asociados a la caída de los precios del petróleo a finales de 2014. Se prevé que las tasas de inflación sigan repuntando durante 2016 y 2017, respaldadas por las expectativas de recuperación económica, la transmisión de anteriores depreciaciones del euro y el supuesto de unos precios del petróleo ligeramente más altos en los próximos años, como reflejan los mercados de futuros del petróleo. No obstante, en este momento se espera que dicho aumento de las tasas de inflación anual sea algo más lento de lo previsto hasta ahora.

**Las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,1% en 2015, el 1,1% en 2016 y el 1,7% en 2017.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja, debido principalmente al descenso de los precios del petróleo. Considerando la evolución más reciente de los precios del petróleo y los tipos de cambio recientes, estas proyecciones de septiembre referidas a la inflación están sujetas a riesgos a la baja.

**Las medidas de política monetaria del BCE continúan transmitiéndose a las condiciones de los préstamos y siguen respaldando el crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito.** Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y el programa ampliado de compra de activos (APP) contribuyeron a la mejora de los indicadores monetarios y crediticios. Los costes de financiación de las entidades de crédito se stabilizaron en mínimos históricos en el segundo trimestre de 2015 y las favorables condiciones de concesión del crédito continuaron apoyando una recuperación gradual del crecimiento de los préstamos. Asimismo, las divergencias entre los países de la zona del euro en los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios disminuyeron de nuevo. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras se estabilizó en el segundo trimestre de 2015, aunque la dinámica de los préstamos a estas sociedades continuó siendo discreta. El mayor crecimiento del crédito a las Administraciones Públicas y la recuperación gradual y continuada del crédito al sector privado están respaldando el crecimiento del agregado monetario amplio.

**El Consejo de Gobierno considera prematuro concluir si la evolución reciente de la economía y de los mercados financieros podría tener un impacto duradero en la consecución de una senda sostenible de inflación hacia su objetivo a medio plazo, o si debería considerarse fundamentalmente transitoria, y continuará realizando un atento seguimiento de toda la información relevante disponible.** Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, y en consonancia con sus indicaciones sobre la orientación

futura de la política monetaria (*forward guidance*), el Consejo de Gobierno, en su reunión del 3 de septiembre, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y confirmó que el programa de compras de activos sigue progresando satisfactoriamente. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo y prestará especial atención a la transmisión de sus medidas de política monetaria, así como a la evolución de la economía mundial, de la situación financiera, de los precios de las materias primas y del tipo de cambio.

**El Consejo de Gobierno destaca su disposición y capacidad para actuar, si procede, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato y, en particular, recuerda que el programa de compras de activos ofrece flexibilidad suficiente para ajustar el volumen, la composición y la duración del programa.** Mientras tanto, el Eurosistema ejecutará plenamente sus compras mensuales de activos por valor de 60 mm de euros, que está previsto que continúen hasta finales de septiembre de 2016 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 el objetivo de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El Consejo de Gobierno reitera la necesidad de aplicar estrictamente sus decisiones de política monetaria y de realizar un atento seguimiento de toda la información relevante disponible relativa al impacto de dichas decisiones sobre las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo.

# 1 Entorno exterior

*La economía mundial está creciendo gradualmente, aunque todavía de forma desigual. Por una parte, la actividad económica de las economías avanzadas se está viendo favorecida por los bajos precios del petróleo, la persistencia de unas condiciones de financiación acomodaticias, la progresiva desaparición de la consolidación fiscal y la mejora de los mercados de trabajo. Por otra parte, las perspectivas de las economías emergentes se han deteriorado en un contexto de mayor incertidumbre, dado que los problemas estructurales y los desequilibrios macroeconómicos están frenando el crecimiento en algunos países, mientras que otros se están ajustando a unos precios más bajos de las materias primas y a unas condiciones de financiación externa más restrictivas. Se prevé que las presiones inflacionistas sigan estando contenidas tras la reciente caída de los precios del petróleo y como consecuencia de la capacidad productiva sin utilizar a escala mundial que todavía es holgada.*

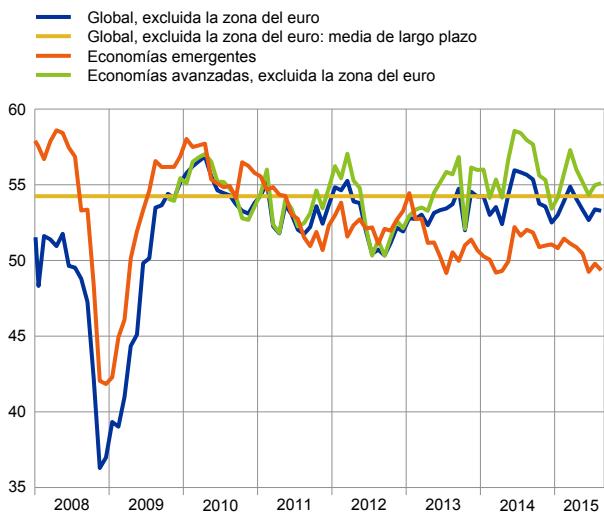
## Actividad económica y comercio mundiales

**Los datos de las cuentas nacionales y los indicadores de opinión sugieren un crecimiento moderado y desigual de la actividad económica mundial en el segundo trimestre.**

La actividad económica ha sido sostenida en las economías avanzadas, habiéndose registrado un repunte del crecimiento en Estados Unidos y en el Reino Unido, aunque en Japón se ha producido un significativo debilitamiento tras la solidez del primer trimestre. La situación en las economías emergentes es dispar. Por una parte, Rusia se encuentra sumida en una profunda recesión y los datos de las encuestas de opinión apuntan a un deterioro adicional de la actividad en Brasil. Por otra parte, en China, el crecimiento se recuperó en el segundo trimestre y se espera que los países de Europa Central y Oriental (PECO) no pertenecientes a la zona del euro se hayan mantenido resistentes. Las encuestas sugieren que la producción manufacturera mundial ha sido discreta en los últimos meses, pero la actividad general ha sido más robusta. El índice PMI compuesto de producción global, excluida la zona del euro, prácticamente no experimentó variación en agosto en comparación con el mes anterior y se mantuvo en línea con la media del segundo trimestre,

**Gráfico 1**  
Índice PMI compuesto de producción global

(Índice de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a agosto de 2015. Las economías emergentes comprenden Brasil, China, India y Rusia. Las economías avanzadas son Estados Unidos, Japón y Reino Unido.

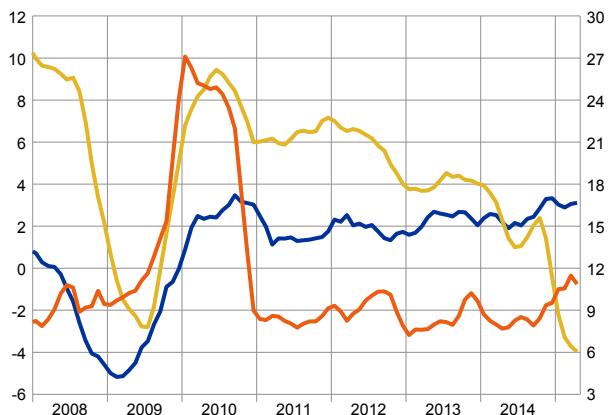
lo que indica cierta capacidad de resistencia de la actividad mundial (véase gráfico 1). De cara al futuro, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE y el índice de clima económico mundial del Ifo sugieren que la recuperación de la economía mundial continuará a un ritmo moderado.

## Gráfico 2

### Ventas al por menor

(crecimiento interanual; media de tres meses)

- Economías avanzadas (escala izquierda)
- Economías emergentes exportadoras de petróleo (escala izquierda)
- Economías emergentes importadoras de petróleo (escala derecha)



Fuente: Fuentes nacionales, FMI y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a junio de 2015. Economías avanzadas incluye la zona del euro, Japón, Estados Unidos y Reino Unido. Las economías emergentes importadoras de petróleo son China, Indonesia, Corea, Turquía y México. Las economías emergentes exportadoras de petróleo son Rusia, Brasil, Colombia, Chile y Sudáfrica.

### Los precios de las materias primas han experimentado una caída recientemente, lo que ha proporcionado un impulso adicional a corto plazo a la demanda mundial.

Tras haber repuntado durante el segundo trimestre, los precios del Brent han experimentado una caída de más del 20 % en el tercer trimestre, aunque, a juzgar por la curva de futuros, los mercados siguen descartando un gradual incremento del petróleo para los próximos años. La reciente caída refleja principalmente la evolución de la oferta. El mercado de petróleo continúa registrando un exceso de oferta, con los países de la OPEP produciendo por encima de su objetivo y la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) mostrando una capacidad de resistencia mayor de lo esperado. Además, el mercado parece estar descartando poco a poco la posibilidad de que se produzca un aumento de la oferta de petróleo de Irán. No obstante, la moderación de la demanda, especialmente en las economías emergentes, también ha influido en esta situación. Asimismo, ello es coherente con los factores determinantes de otros

descensos de los precios de las materias primas: durante el pasado año, por ejemplo, los precios de los metales han registrado una notable disminución, que podría haber reflejado también el crecimiento menos dinámico de las economías emergentes (véase también el recuadro 1). En general, se espera que la caída de los precios del petróleo desde mediados del año pasado estimule la demanda de los países importadores de crudo, compensando el impacto sobre las economías exportadoras. A medida que los precios del petróleo han bajado desde el máximo alcanzado en 2014, se ha reducido la inflación general en las economías avanzadas, lo que ha supuesto un estímulo para la renta real disponible. El crecimiento del comercio minorista ha aumentado en las economías avanzadas y en las economías emergentes importadoras de petróleo en comparación con los niveles de hace un año, al tiempo que se ha reducido de forma acusada en los principales países exportadores de petróleo (véase gráfico 2).

### Las políticas monetarias siguen siendo acomodaticias y están contribuyendo a que las condiciones de financiación a escala mundial sean favorables.

Los mercados continúan descontando un primer aumento de los tipos de interés en Estados Unidos en los próximos seis meses. En Japón, se espera que los tipos de interés oficiales se mantengan en niveles reducidos en los dos próximos años. Las tendencias desinflacionistas han obligado a relajar aún más la política monetaria en China, India y otras economías emergentes (principalmente importadoras de petróleo) en los últimos meses, mientras que Rusia ha continuado normalizando los tipos de interés tras la acusada subida registrada durante las turbulencias financieras de diciembre del pasado año. Brasil ha sido la única de las principales economías emergentes en las que se ha producido una subida continua de los tipos

de interés oficiales, dado que las presiones inflacionistas siguen siendo elevadas en un contexto de notables aumentos de los precios administrados, comportamiento rígido de los precios y una nueva depreciación de la moneda. A partir del 11 de agosto de 2015, el Banco Central de la República Popular China modificó el procedimiento por el que fija diariamente el tipo de cambio a fin de permitir un mayor margen de maniobra de las fuerzas del mercado, lo que dio lugar a una depreciación del renminbi frente al dólar estadounidense del 3 % en la semana siguiente a la adopción de esa decisión. En los dos últimos meses, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en las economías avanzadas prácticamente se han estabilizado tras el acusado aumento registrado en mayo y a comienzos de junio. A pesar de la corrección, los tipos de interés se sitúan todavía próximos a los bajos niveles observados a finales de 2014 y las primas se mantienen comprimidas en los distintos plazos. Los rendimientos de la deuda pública en las economías emergentes se han movido, en general, en sintonía con los de las economías avanzadas. No obstante, en cifras agregadas, las entradas privadas de inversiones de cartera en las economías emergentes se han reducido ligeramente, mientras que la depreciación adicional de las monedas de algunos países probablemente ha elevado el coste de la financiación en dólares. Además, las pérdidas y la volatilidad recientes de los mercados bursátiles de China están dando lugar a un aumento de la incertidumbre que, de persistir, podría dar lugar en última instancia a un endurecimiento de las condiciones de financiación, especialmente en las economías emergentes vulnerables.

**De cara al futuro, se prevé que una recuperación sostenida en las economías avanzadas estimule el crecimiento mundial.** A medida que vayan desapareciendo gradualmente las dificultades asociadas al desapalancamiento del sector privado y la consolidación fiscal, se espera que la recuperación cobre impulso en las economías avanzadas. Los bajos precios del petróleo, la persistencia de unas condiciones de financiación acomodaticias y la mejora de los mercados de trabajo y de la confianza deberían propiciar unas perspectivas más favorables. En Estados Unidos, el crecimiento se verá respaldado por una mayor solidez del gasto de los hogares tras el impulso que han supuesto para las rentas reales los precios más bajos del petróleo, las favorables condiciones de financiación, la mejora sostenida de los mercados de trabajo y de la vivienda, la moderación de la carga fiscal y la necesidad cada vez menor de sanear los balances de los hogares. No obstante, la anterior apreciación del tipo de cambio efectivo del dólar estadounidense moderará el crecimiento de las exportaciones en el corto plazo, mientras que el descenso de los precios del petróleo afectará a las inversiones en el sector de la energía. En Japón se espera que el crecimiento se reanude en el segundo semestre del año en la medida en que los hogares se beneficien del aumento de la renta real asociado a los precios más bajos del petróleo y las exportaciones se vean favorecidas por la mejora de la demanda externa y la anterior depreciación del yen japonés. En el Reino Unido se prevé que el crecimiento continúe su expansión a un ritmo relativamente fuerte. Aunque está previsto que las medidas de consolidación fiscal atenúen el crecimiento, los bajos precios de la energía y la aceleración del crecimiento de los salarios deberían respaldar la renta real disponible y el consumo

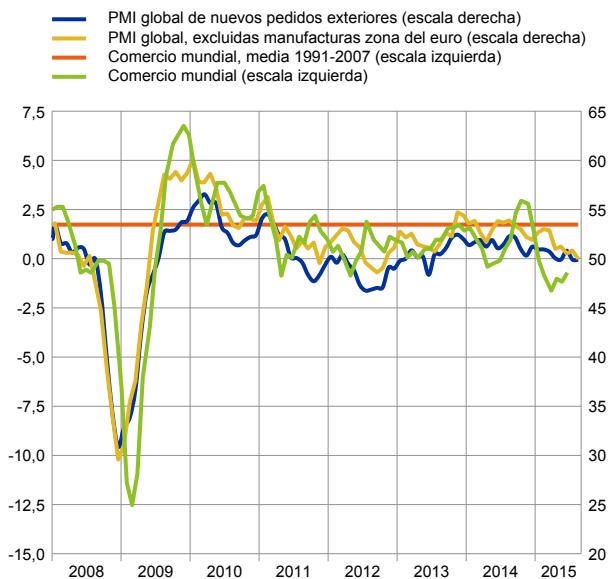
privado. La recuperación de la demanda y la relajación de las condiciones crediticias también deberían estimular la inversión empresarial.

**Por el contrario, las perspectivas a medio plazo de las economías emergentes son heterogéneas en un contexto de mayor incertidumbre.** El crecimiento en varias de las grandes economías emergentes ha experimentado una acusada desaceleración en los cuatro últimos años y se prevé que siga siendo moderado en el medio plazo. En algunos países, el crecimiento potencial se ha ralentizado, debido a impedimentos estructurales y a desequilibrios macroeconómicos. Otras economías emergentes se están ajustando a los precios más bajos de las materias primas, al aumento de la incertidumbre política y al endurecimiento de las condiciones de financiación externa. En China, el crecimiento repuntó en el segundo trimestre. Se espera que las recientes bajadas de los tipos de interés oficiales, el moderado estímulo fiscal del Gobierno central y los esfuerzos realizados para reducir las restricciones que afectan a las finanzas de las Administraciones locales respalden la demanda. No obstante, el reciente desplome del mercado bursátil ha hecho aumentar la incertidumbre respecto a las perspectivas. Además, las autoridades chinas han hecho cada vez más hincapié en hallar una solución al problema de las fragilidades financieras y los desequilibrios macroeconómicos, lo que probablemente ralentizará el ritmo de la expansión en el medio plazo. Los PEKO no pertenecientes a la zona del euro están mostrando un sólido comportamiento, beneficiándose del fortalecimiento de la demanda interna, ya que se espera que la mejora de la situación de los mercados de trabajo y el reciente descenso de los precios del petróleo favorezcan el consumo de los hogares. Por otra parte, las perspectivas de Brasil se han deteriorado, pues se prevé que el endurecimiento de las políticas monetaria y fiscal sea un lastre para la inversión y la actividad. Además, los estrangulamientos por el lado de la oferta y la necesidad de hacer frente a los notables desequilibrios macroeconómicos y la elevada inflación están ralentizando el crecimiento a medio plazo. Rusia se encuentra también sumida en una profunda recesión. Pese a que las condiciones de financiación se han flexibilizado algo desde comienzos del año, los costes de financiación siguen siendo elevados. Existe un alto grado de incertidumbre y la confianza empresarial es escasa, al tiempo que se espera que el descenso de los ingresos provenientes del petróleo traiga consigo una fuerte caída del gasto público.

**Las acusadas caídas de las importaciones en algunas de las grandes economías emergentes han impulsado una moderación del comercio mundial en el primer semestre de 2015.** Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) basadas en los datos de las cuentas nacionales se redujeron un 0,2 % en el primer trimestre, y los datos disponibles sugieren que la debilidad continuará en el segundo trimestre. De hecho, los datos del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis sobre el comercio mundial de mercancías muestran un descenso intertrimestral de las importaciones mundiales del 0,9 % en el segundo trimestre. Mientras que en las economías avanzadas y en los PEKO las importaciones han resistido bien en 2015, las pronunciadas caídas registradas en algunas de las principales economías emergentes han afectado al agregado

### Gráfico 3 Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a agosto de 2015 para el PMI y a junio de 2015 para el comercio mundial.

mundial. En el primer trimestre, las importaciones se desplomaron en Rusia, arrastradas por la caída de la demanda interna y la depreciación del tipo de cambio. En China, las importaciones también han mostrado señales de debilidad en el primer semestre del año, como consecuencia, una vez más, de la moderación de la demanda interna. A corto plazo, se espera una recuperación muy gradual del comercio internacional. Al mismo tiempo, los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento más bien moderado del comercio mundial. En particular, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores descendió en julio (véase gráfico 3). A más largo plazo, habida cuenta de que las perspectivas respecto a las importaciones en las economías emergentes siguen siendo contenidas, se prevé que se mantenga la moderación del comercio mundial y no se espera que, a escala mundial, las importaciones crezcan a un ritmo más rápido que el PIB.

#### En general, las perspectivas de crecimiento mundial aún sugieren que la recuperación será

**moderada y desigual.** Según indican las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, cuya fecha de cierre para los supuestos relativos a la evolución financiera y los precios de las materias primas fue el 12 de agosto, se prevé que el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimente una gradual aceleración desde el 3,2% en 2015 hasta el 3,8% en 2016 y el 4% en 2017. En cuanto a la demanda externa de la zona del euro, se espera que crezca del 1,4% en 2015 al 3,3% en 2016 y al 4,1% en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015, ello supone una revisión a la baja del crecimiento mundial, que refleja principalmente las perspectivas menos favorables previstas en todas las economías emergentes. Las revisiones de la demanda externa de la zona del euro son más significativas, dado que actualmente se estima que la debilidad de la actividad en las economías emergentes tendrá un efecto sobre las importaciones más intenso de lo previsto anteriormente.

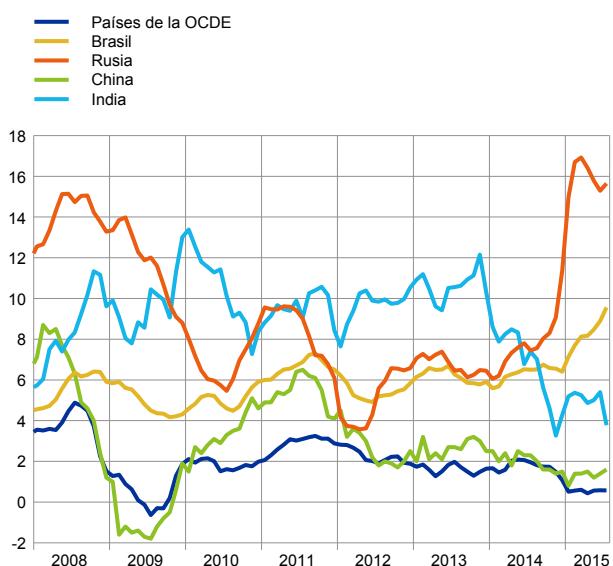
**Se mantienen los riesgos a la baja para las perspectivas del comercio y la actividad mundiales.** Cabe señalar que la evolución actual de las economías emergentes podría afectar aún más negativamente al crecimiento a través de los efectos sobre el comercio, las finanzas y la confianza. Algunas economías emergentes son vulnerables, además, a un cambio en las percepciones de riesgos a escala mundial, tras un período de compresión de los diferenciales de riesgo y de la volatilidad. Los riesgos geopolíticos también siguen afectando a las perspectivas, y la intensificación de las tensiones entre Rusia y Ucrania podría tener repercusiones adversas para el crecimiento mundial.

## Evolución mundial de los precios

**La inflación a escala mundial sigue siendo reducida, tras las acusadas caídas de los precios del petróleo.** La inflación interanual medida por los precios de consumo en los países de la OCDE se mantuvo sin variación en el 0,6 % en julio.

**Gráfico 4**  
Inflación medida por el IPC

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y OCDE.

Nota: La observación más reciente corresponde a julio de 2015.

Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual en los países de la OCDE también se mantuvo estable en el 1,6 % (véase gráfico 4). En las principales economías avanzadas, la inflación general prácticamente no experimentó variación, manteniéndose en niveles reducidos. En cuanto a los países no pertenecientes a la OCDE, persisten en general las presiones desinflacionistas en China e India. Sin embargo, en Brasil y Rusia la inflación ha seguido siendo elevada, ya que la depreciación de sus monedas ha dado lugar a un aumento de los precios de importación.

**De cara al futuro, se espera que la inflación solo aumente de forma gradual.** En el corto plazo, la reciente caída de los precios del petróleo y de otras materias primas debería moderar aún más las presiones inflacionistas, pero, más adelante, la contribución negativa del componente energético debería reducirse gradualmente a medida que comiencen a disiparse los efectos de los anteriores

descensos de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, la pendiente ascendente de la curva de futuros del petróleo implica cierta recuperación de los precios del crudo, lo que debería incrementar la contribución de los precios de la energía a la inflación general. No obstante, se prevé que la lenta recuperación esperada de la actividad económica mundial solo se traduzca en una reducción gradual de la capacidad productiva sin utilizar, así como que las presiones inflacionistas, tanto salariales como de costes, sigan estando en general contenidas.

## 2 Evolución financiera

*Los rendimientos nominales de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se redujeron ligeramente entre comienzos de junio y principios de septiembre, tras los significativos incrementos registrados en los meses anteriores. Estas reducciones se produjeron en un entorno caracterizado por un debilitamiento de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, el descenso de los precios del petróleo y la caída de los tipos swap de inflación. Los precios de las acciones también descendieron en un contexto de aumento de la volatilidad, especialmente a raíz de la depreciación de la moneda y de las fuertes pérdidas registradas en el mercado de valores de China en agosto. La incertidumbre asociada a la evolución de los*

*acontecimientos en Grecia, que alcanzó su máximo a finales de junio y principios de julio, tuvo un impacto algo mayor en los mercados bursátiles que en los mercados de renta fija y de divisas, pero, en general, su impacto financiero fue contenido y temporal. El tipo de cambio efectivo del euro se apreció de forma acusada entre comienzos de junio y el 2 de septiembre de 2015.*

**Durante el período considerado se produjeron dos importantes episodios de intensificación de las tensiones, el primero de ellos asociado a los acontecimientos ocurridos en Grecia a finales junio y principios de julio.** Este episodio tuvo, en general, un impacto relativamente contenido en los mercados financieros, como puede apreciarse, por ejemplo, en los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de los países de la zona del euro con calificación más baja en relación con el correspondiente rendimiento de la deuda alemana, que solo aumentaron ligeramente durante ese período y retornaron rápidamente a los niveles registrados con anterioridad. En el momento de mayor turbulencia, los diferenciales frente al bono alemán a diez años aumentaron un máximo de 35 puntos básicos en la mayoría de los países de la zona del euro. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija, al igual que otros indicadores del riesgo, solo aumentó de forma moderada y transitoria durante ese período. Sin embargo, los acontecimientos en Grecia tuvieron un impacto algo más pronunciado en los mercados de renta variable, que se tradujo en aumentos de la volatilidad implícita y en caídas de los precios. Entre el 26 de junio y el 7 de julio, el índice bursátil Dow Jones EURO STOXX 50 retrocedió más de un 8 %, mientras que su volatilidad implícita experimentó un fuerte incremento. El euro se debilitó ligeramente frente al dólar estadounidense durante ese período.

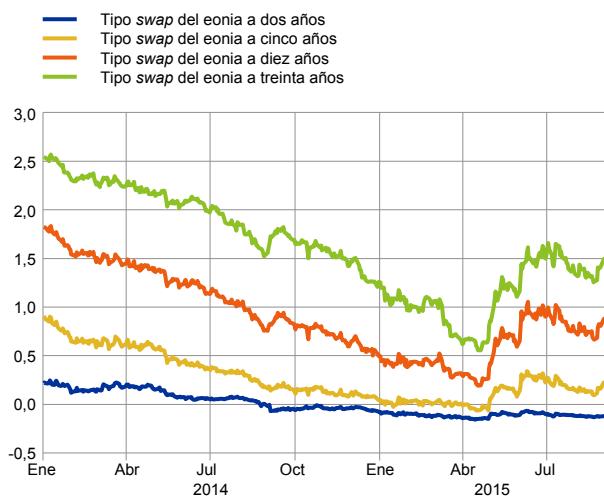
**El segundo episodio de intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros se inició en torno a mediados de agosto y estuvo asociado a los acontecimientos en China.** Este episodio, a diferencia del primero, tuvo un impacto significativo en los mercados bursátiles y de divisas, así como en la percepción del riesgo. A la depreciación del renminbi chino, que comenzó el 11 de agosto, siguió un período de acusados descensos del precio de las acciones en China y de fuertes aumentos de la incertidumbre a escala mundial. Estos acontecimientos, sumados a una rápida caída de los precios del petróleo, se consideraron una señal de debilitamiento de las perspectivas económicas mundiales y afectaron a los mercados financieros internacionales y a la volatilidad implícita. En la zona del euro las cotizaciones bursátiles experimentaron una caída de alrededor del 16 % entre el 11 y el 24 de agosto, mientras que los rendimientos de la deuda pública a diez años con calificación AAA se redujeron en torno a 10 puntos básicos durante ese período. Probablemente estos descensos también se vieron estimulados por la apreciación del euro, en un contexto de correcciones de las posiciones de *carry trade* (que, normalmente, se cierran en períodos de mayor incertidumbre), en las que se utilizó el euro como moneda de financiación, así como por las decrecientes expectativas de los mercados respecto a una inminente subida de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos. La liquidez de los mercados, que fue menor de lo habitual debido también a factores estacionales, podría haber exacerbado las fluctuaciones en los mercados bursátiles y de renta fija.

**Los rendimientos de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro se redujeron ligeramente en general entre comienzos de junio y comienzos de septiembre, hasta situarse en niveles muy bajos.** Inicialmente, la media de los rendimientos de la deuda soberana a diez años con calificación AAA de la zona del euro volvió a aumentar, pasando del 0,93% el 4 de junio al 1,08% el 10 de junio, continuando así la tendencia observada desde mediados de abril. A partir de entonces se mantuvo prácticamente estable hasta mediados de julio, posiblemente como consecuencia de la disparidad de los datos publicados, y después se redujo hasta situarse en torno al 0,90% a principios de septiembre. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro frente a la deuda soberana de Alemania descendieron ligeramente durante el período considerado, en un contexto de cierta volatilidad durante los episodios de mayor incertidumbre. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija se mantuvo estable, en general, a pesar de algunos incrementos temporales.

**Los tipos swap del eonia reflejaron los movimientos de los rendimientos de la deuda con calificación AAA.** Los tipos swap del eonia se redujeron sobre todo en los plazos medios, mientras que en los plazos más largos registraron un ligero incremento (véase gráfico 5). En consonancia con la evolución de los rendimientos de la deuda pública, los tipos forward del eonia descendieron hasta el horizonte de ocho años durante el período considerado, registrando una caída máxima de unos 20 puntos básicos en el horizonte de cuatro años (véase gráfico 6).

**Gráfico 5**  
Tipos swap del eonia

(porcentaje)

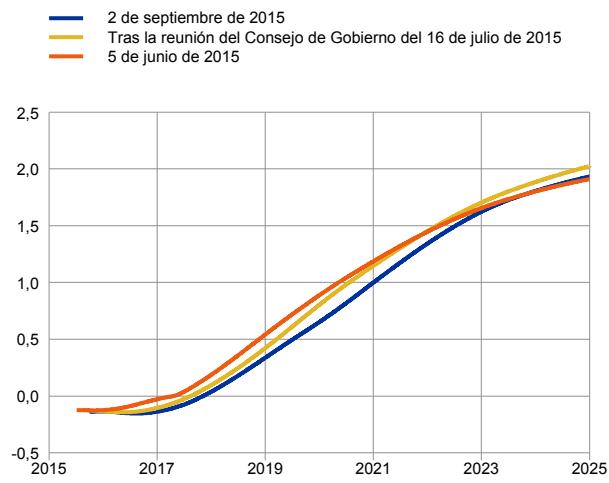


Fuente: Thomson Reuters.

Nota: La observación más reciente corresponde al 2 de septiembre de 2015.

**Gráfico 6**  
Curva de tipos forward del eonia

(porcentaje)



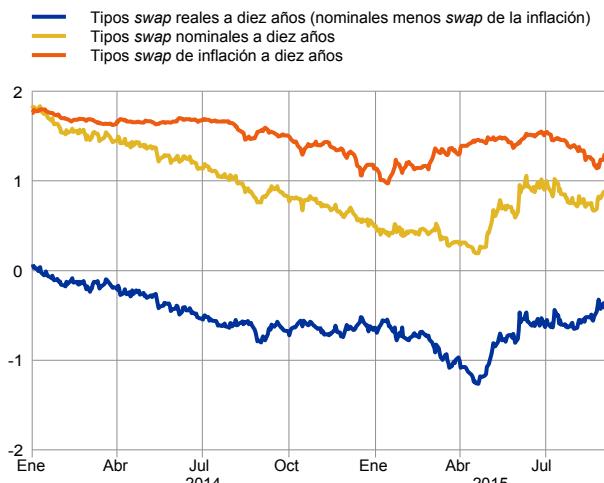
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**El descenso de los tipos nominales se reflejó en unos tipos swap de inflación más reducidos en julio y agosto.** La descomposición contable de los tipos swap nominales del eonia a diez años en tipos swap de inflación a diez años y, como

## Gráfico 7

### Tipos swap reales, nominales y de inflación a diez años de la zona del euro

(porcentaje)



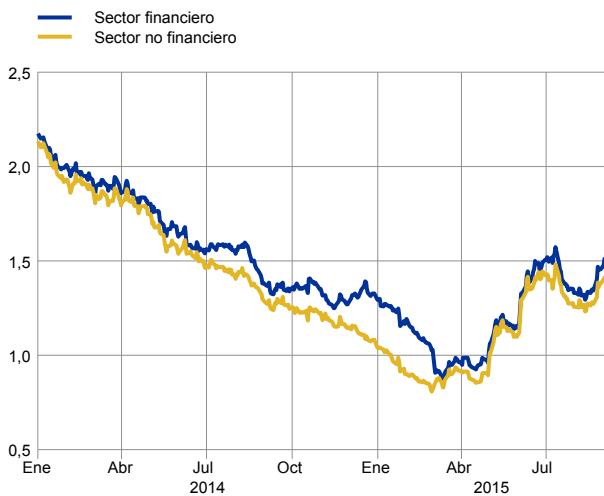
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El tipo swap real a diez años se calcula a partir del tipo swap nominal del eonia a diez años y del tipo swap de inflación a diez años. La observación más reciente corresponde al 2 de septiembre de 2015.

## Gráfico 8

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

(porcentaje)



Fuentes: iBoxx y BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 2 de septiembre de 2015.

período considerado, en los ABS con calificación más baja se observaron algunos aumentos de los márgenes de descuento.

**En los mercados bursátiles de la zona del euro se registraron pérdidas significativas, tanto en el sector financiero como en el no financiero.** Los precios de las acciones del sector financiero y del sector no financiero de la zona

residuo, tipos reales a diez años muestra que alrededor de dos tercios de las fluctuaciones de los rendimientos nominales de junio tuvieron su origen en variaciones del tipo real, mientras que un tercio se derivó del tipo swap de inflación (véase gráfico 7). En cambio, en julio y agosto, las dos contribuciones relativas variaron significativamente, siendo los rendimientos nominales más bajos enteramente atribuibles a los tipos swap de inflación más reducidos (véase también en la sección 4 más evidencia sobre la evolución de las expectativas de inflación).

### Los rendimientos de los valores de renta fija privada mostraron su capacidad de resistencia frente a las diversas tensiones que afectaron a los mercados financieros, aunque aumentaron ligeramente durante el período considerado.

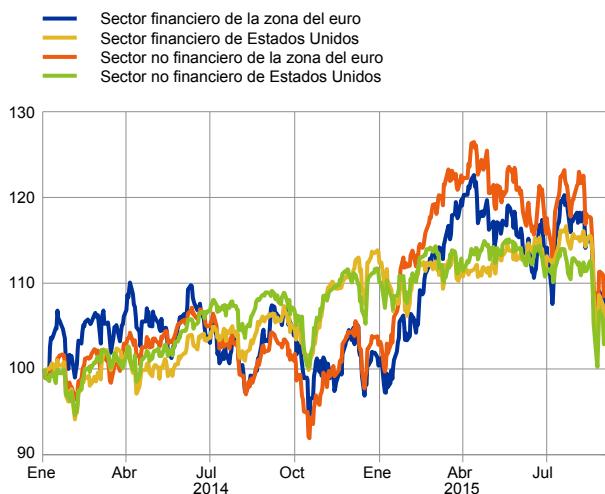
En general, los rendimientos de los valores de renta fija privada en relación con el rendimiento medio de la deuda soberana con calificación AAA de la zona del euro evolucionaron en sintonía con los cambios en la percepción del riesgo. Por consiguiente, tendieron a aumentar en respuesta a la incertidumbre asociada a los acontecimientos ocurridos en Grecia a finales de junio y principios de julio y, tras experimentar una ligera moderación, se incrementaron de nuevo en la segunda mitad de agosto al intensificarse la incertidumbre a escala mundial (véase gráfico 8). Los rendimientos de dichos valores aumentaron entre 5 y 20 puntos básicos entre principios de junio y principios de septiembre, dependiendo del sector y de la calificación.

**Los diferenciales de rendimiento de las categorías de activos distintas de los valores del sector público adquiridos en el marco del APP —bonos garantizados y bonos de titulización de activos (ABS por sus siglas en inglés)— evolucionaron de forma bastante similar.** No obstante, mientras que los diferenciales de rendimiento de los bonos garantizados prácticamente no experimentaron variación durante el

## Gráfico 9

### Índices bursátiles de los sectores financiero y no financiero

(1 de enero de 2014 = 100)



Fuente: Thomson Reuters.

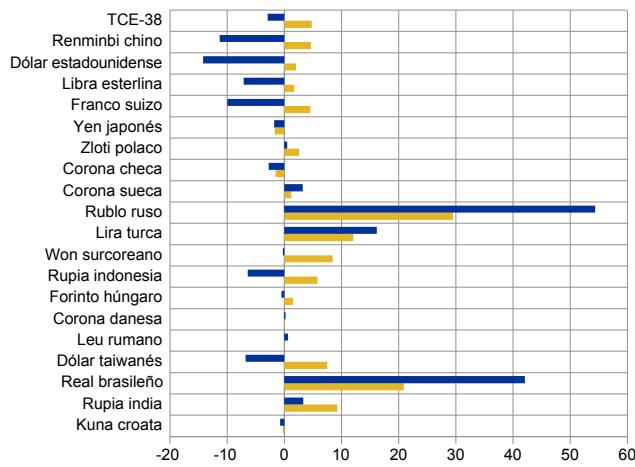
Nota: Basados en índices de mercado de Datastream. La observación más reciente corresponde al 2 de septiembre de 2015.

## Gráfico 10

### Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentaje)

Desde el 2 de septiembre de 2014  
Desde el 2 de junio de 2015



Fuente: BCE.

Nota: Variaciones porcentuales con respecto al 2 de septiembre de 2015. TCE-38 denota el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

del euro registraron descensos totales del 8 % y del 10 %, respectivamente, entre principios de junio y principios de septiembre (véase gráfico 9). Si bien las pérdidas asociadas a los acontecimientos en Grecia se habían recuperado a mediados de julio, las cotizaciones experimentaron una caída pronunciada tras el aumento de la incertidumbre respecto a las perspectivas mundiales en la segunda mitad de agosto. A diferencia de la evolución observada en la zona del euro, en Estados Unidos los precios de las acciones tanto del sector financiero como del sector no financiero se mantuvieron prácticamente estables entre principios de junio y mediados de julio, lo que pone de manifiesto que el origen de las turbulencias estuvo específicamente en la zona del euro en dicho período. Posteriormente, en Estados Unidos las cotizaciones registraron pérdidas equivalentes aproximadamente al doble de las contabilizadas en la zona del euro a partir de mediados de julio, en un entorno de deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable aumentó 8 y 10 puntos porcentuales en la zona del euro y en Estados Unidos, respectivamente, durante el período considerado.

**El eonia se estabilizó entre principios de junio y principios de septiembre en un entorno de aumento gradual del exceso de liquidez.** Tras descender paulatinamente a raíz del anuncio del programa ampliado de compra de activos, el eonia se estabilizó, situándose en promedio en el -0,12 % entre comienzos de junio y el 2 de septiembre, en un entorno de aumento gradual del exceso de liquidez. Estos niveles más elevados de exceso de liquidez fueron resultado, en gran medida, de las compras realizadas en el marco del APP y de la operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico adjudicada en junio. En el recuadro 2 se presenta información más detallada sobre la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria.

El euríbor a tres meses, tras registrar valores negativos por primera vez a finales de abril, continuó descendiendo hasta situarse en el -0,033 % el 2 de septiembre. En el recuadro 3 se ofrece más información sobre la evolución del mercado monetario a un día sin garantías desde 2008 utilizando los datos de las operaciones de TARGET2, mientras que en el recuadro 4 se recuerda brevemente qué son los saldos TARGET y los factores que determinan su evolución.

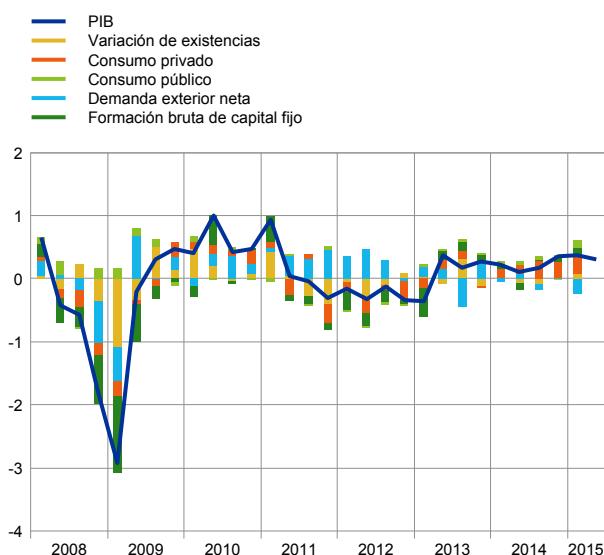
**El tipo de cambio efectivo del euro se apreció un 4,8% entre principios de junio y el 2 de septiembre.** En términos bilaterales, el euro se apreció un 2% frente al dólar estadounidense (véase gráfico 10). La moneda única se apreció también frente a la libra esterlina, el franco suizo, la corona sueca y el renminbi. Al mismo tiempo, el descenso de los precios del petróleo y la depresión de la actividad económica en Rusia afectaron negativamente al rublo, dando lugar a una apreciación del euro del 30% frente a la moneda rusa. El euro también se fortaleció frente a las monedas de otras economías emergentes y de países exportadores de materias primas. En cambio, se depreció frente al yen japonés y la corona checa. La corona danesa siguió cotizando en niveles próximos a su paridad central en el MTC II. En el recuadro 5 se presenta la reciente actualización de las ponderaciones por el comercio exterior utilizadas para los tipos de cambio efectivo del euro.

### 3 Actividad económica

*La recuperación económica de la zona del euro ha seguido afianzándose gradualmente, aunque a un ritmo más lento de lo previsto anteriormente. El PIB real de la zona del euro continuó creciendo en el segundo trimestre de 2015, si bien lo hizo algo más lentamente que en el primer trimestre. Los indicadores de opinión más recientes apuntan a un ritmo de avance del PIB en la segunda mitad del año prácticamente similar al registrado en el segundo trimestre. De cara al futuro, se espera que la recuperación de la actividad económica continúe. Los bajos precios del petróleo respaldarán la renta real disponible, favoreciendo el consumo privado y la rentabilidad empresarial. Además, la orientación muy acomodaticia de la política monetaria debería seguir contribuyendo a la relajación de las condiciones generales de financiación y a mejorar el acceso al crédito, lo que fomentará una mayor inversión de las empresas. Al mismo tiempo, se espera que la tendencia de crecimiento sea algo más débil de lo previsto anteriormente, debido, en particular, a la desaceleración de las economías emergentes, que afecta al crecimiento mundial y, por tanto, a la demanda de exportaciones de la zona del euro. En este contexto, las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro anticipan unas perspectivas de crecimiento algo más débiles en comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2015.*

**Gráfico 11**  
PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El crecimiento del PIB de la zona del euro para el segundo trimestre de 2015 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

**El PIB real de la zona del euro continuó creciendo en el segundo trimestre de 2015, aunque a un ritmo ligeramente inferior al del primer trimestre.** Según la estimación preliminar de Eurostat, el PIB real creció un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2015, lo que representa un descenso con respecto

al 0,4 % del primer trimestre (véase gráfico 11). Este crecimiento fue algo inferior al previsto en las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosystem. Aunque en la fecha de cierre de este Boletín Económico no se disponía de datos desagregados, la información disponible sugiere que la contribución del consumo privado y la demanda exterior neta al crecimiento fue positiva, reflejando, en el caso de esta última, el aumento de las cuotas de exportación de la zona del euro, como resultado del tipo de cambio favorable del euro. En cambio, es probable que en el segundo trimestre la contribución de la inversión y de la variación de existencias al crecimiento haya sido negativa.

**Los indicadores de confianza empresarial apuntan a un ritmo de crecimiento a corto plazo similar al del segundo trimestre.** Los datos de las encuestas disponibles hasta agosto señalan un crecimiento moderado sostenido a corto plazo. Por ejemplo, el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto mejoraron ligeramente entre el segundo trimestre de 2015 y los dos primeros meses del tercer trimestre. Además, en julio y en agosto, ambos indicadores se situaron por encima de sus niveles medios a largo plazo. Aunque tanto el ESI como el PMI aumentaron en agosto, la confianza de las empresas disminuyó en los sectores de bienes intermedios y de equipo, como reflejo, en parte, de una peor valoración de los niveles de las carteras

de pedidos exteriores en un contexto de deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial. Aunque la ralentización del comercio mundial frena el ritmo de crecimiento de la zona del euro, es probable que la anterior depreciación del euro y los bajos tipos de interés respalden la inversión empresarial, mientras que la evolución favorable de los mercados de trabajo y el descenso de los precios de la energía deberían estimular el consumo privado a corto plazo.

**Gráfico 12**  
PIB real de la zona del euro (incluidas las proyecciones)

(tasas de variación intertrimestral)



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

Notas: Datos ajustados por días laborables. Los intervalos en torno a las proyecciones se basan en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», BCE, diciembre de 2009.

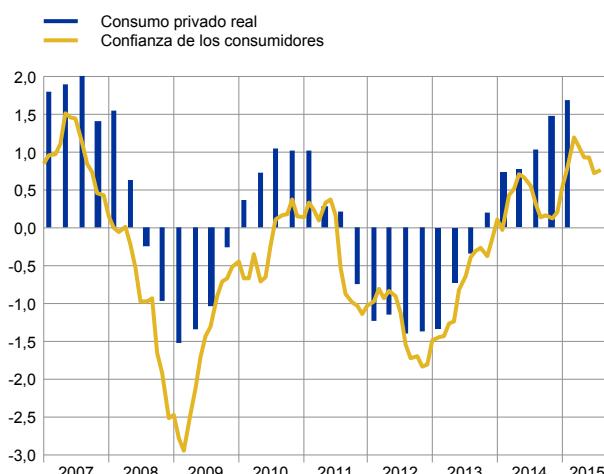
**La valoración de una recuperación económica más lenta se refleja en las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro<sup>1</sup>.** Según las proyecciones, la recuperación económica de la zona del euro se irá extendiendo de forma gradual en los dos próximos años, aunque a un ritmo más pausado de lo previsto anteriormente, como resultado, en particular, de la desaceleración de las economías emergentes. Se prevé que tanto la demanda interna como la demanda externa (aunque esta en menor medida que anteriormente) contribuyan positivamente al crecimiento. Las medidas de política

<sup>1</sup> Véase «Proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro» (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201509.es.pdf?373c7ff1a4072123c81757486566b3f2>).

monetaria del BCE deberían seguir respaldando la actividad a corto y medio plazo, a través de diversos canales. Se espera que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos permanezcan en niveles históricamente bajos y que la demanda agregada, especialmente la formación de capital fijo, se beneficie de la orientación muy acomodaticia de la política monetaria. Al mismo tiempo, es probable que el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales y los ajustes necesarios en los balances de algunos sectores continúen lastrando el crecimiento. Según las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, el crecimiento anual del PIB real será del 1,4 % en 2015, el 1,7 % en 2016 y el 1,8 % en 2017 (véase gráfico 12).

**Gráfico 13**  
Consumo privado y confianza de los consumidores  
en la zona del euro

(tasas de variación interanual, ajustadas a la media)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

**Es probable que el avance del consumo privado, que ha sido el principal factor determinante del crecimiento el año pasado, haya perdido algo de impulso recientemente.** Por ejemplo, el crecimiento intertrimestral agregado de las ventas del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles en la zona del euro fue del 0,3 % en el segundo trimestre de 2015, frente al 1,3 % del primer trimestre. Aunque el consumo probablemente se ralentizó en el segundo trimestre, el indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro de la Comisión Europea, que ofrece una imagen razonablemente buena de la evolución tendencial del consumo privado, se situó por encima de su media de largo plazo en agosto y apunta al mantenimiento del ritmo de crecimiento (véase gráfico 13).

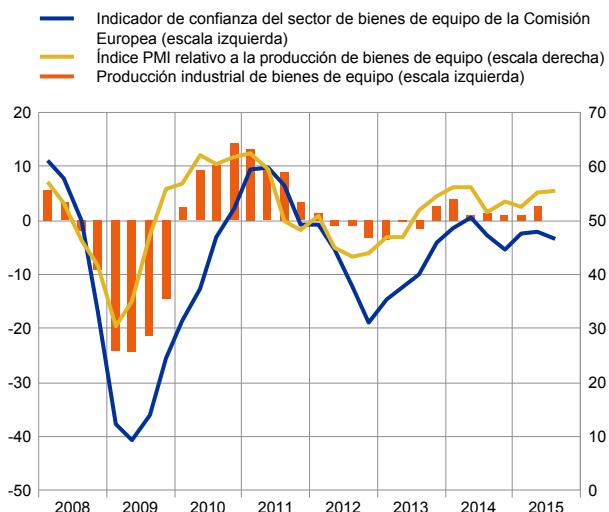
**De cara al futuro, se espera que el crecimiento del consumo privado siga siendo el principal factor impulsor del repunte de la actividad.** El consumo privado debería seguir beneficiándose del efecto favorable del descenso de los precios de la energía en la renta real disponible. Se prevé que, posteriormente, las rentas salariales se recuperen, como consecuencia del crecimiento sostenido del empleo y del aumento de la remuneración nominal por asalariado. La relajación de las condiciones de financiación, así como los bajos costes de financiación, reforzados por las medidas no convencionales de política monetaria del BCE, deberían prestar un apoyo adicional al consumo privado.

**Es probable que el crecimiento de la inversión total de la zona del euro se haya desacelerado en el segundo trimestre de este año.** En el primer trimestre, la inversión se vio respaldada por la mejora de la demanda, unas condiciones de financiación favorables, las suaves temperaturas del invierno y los incentivos fiscales de carácter temporal aplicados en ciertos países. Se espera que el crecimiento de la inversión total disminuyera en el segundo trimestre de 2015, ya que la producción industrial de bienes de equipo se desaceleró y la utilización de la

#### Gráfico 14

#### Producción de bienes de equipo y confianza de los inversores de la zona del euro

(tasas de variación interanual; saldos netos; índice)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y Markit.

capacidad productiva en el sector de manufacturas prácticamente no experimentó variación. Por lo que respecta a la inversión en construcción, el avance de la producción en este sector se ha ralentizado y los indicadores de confianza permanecen en niveles asociados a una contracción, lo que apunta a un crecimiento débil en el segundo trimestre.

#### El repunte de la inversión empresarial podría ser más lento de lo previsto inicialmente, pero continúa siendo un factor impulsor de la recuperación.

Los datos de la encuestas correspondientes al sector de bienes de equipo sugieren que la confianza prácticamente se ha estabilizado o que ha disminuido ligeramente, así como que hay menores expectativas de producción hasta agosto (véase gráfico 14). El deterioro del entorno exterior también está afectando a las perspectivas de inversión a corto plazo. No obstante, de cara al futuro, la inversión empresarial debería recuperarse progresivamente en un entorno

caracterizado por una orientación muy acomodaticia de la política monetaria, relajación de las condiciones de oferta del crédito, fortalecimiento de los márgenes, y aumento de la demanda y de las necesidades de reposición.

**Se prevé que la inversión en construcción se recupere gradualmente en la segunda mitad de 2015.** Tras el prolongado período de ajuste, la inversión en construcción debería verse respaldada por unas condiciones de financiación muy favorables y por el crecimiento de la renta disponible de los hogares. Los progresos realizados en el ajuste del mercado de la vivienda en algunos países, como indica el

cambio de tendencia de los visados de obra nueva y de los precios de la vivienda, también impulsarán la inversión residencial con el tiempo.

#### Gráfico 15

#### Cuotas de exportación de la zona del euro

(total de exportaciones de bienes de la zona del euro en porcentaje del total de exportaciones mundiales de mercancías)



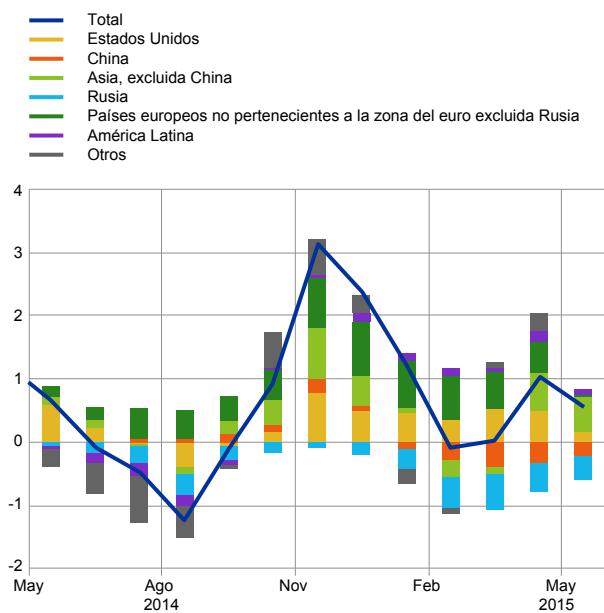
Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.

**Como consecuencia del debilitamiento del entorno exterior, las expectativas de crecimiento de las exportaciones se han reducido.** Las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro crecieron a un ritmo algo más moderado en el primer trimestre de 2015. Aunque el crecimiento mundial se ralentizó significativamente, los datos relativos al comercio de bienes en el segundo trimestre de 2015 apuntan a un repunte del crecimiento de las exportaciones de bienes, lo que indica un incremento de las cuotas de exportación de la zona del euro en la primera mitad de 2015, debido, en parte, al favorable tipo de cambio del euro (véase gráfico 15). Esta evolución refleja un

## Gráfico 16

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

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



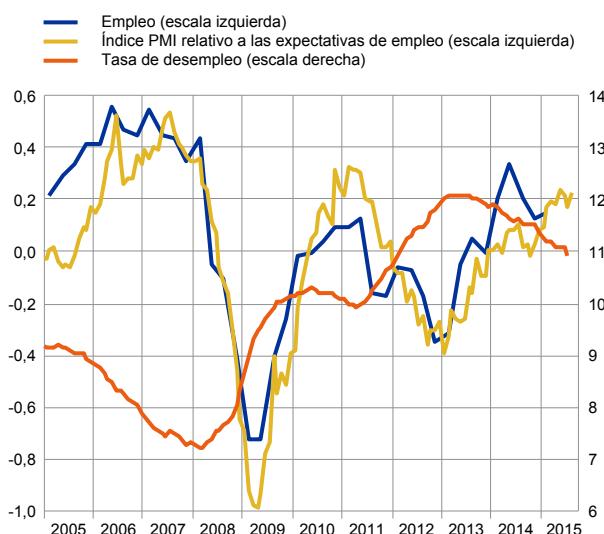
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Países europeos no pertenecientes a la zona del euro» incluye también países no pertenecientes a la UE (p. ej., Noruega, Suiza y Turquía).

## Gráfico 17

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

aumento de las exportaciones a Estados Unidos y Asia (excluida China), mientras que las exportaciones a China y a Rusia siguieron siendo moderadas (véase gráfico 16).

**Sin embargo, de cara al futuro se prevé que el ritmo de avance de las exportaciones sea bastante inferior al observado antes de la crisis,** reflejando una moderación de la demanda mundial y la menor elasticidad del comercio internacional al crecimiento. Se espera que las importaciones de la zona del euro continúen fortaleciéndose a medio plazo, en consonancia con la recuperación de la demanda interna. En consecuencia, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real debería ser prácticamente neutral en los dos próximos años.

## Los mercados de trabajo de la zona del euro siguen mejorando de forma gradual.

El empleo (véase gráfico 17) avanzó de forma moderada, un 0,1% en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2015 (el último período para el que se dispone de datos). A nivel sectorial, el mayor crecimiento del empleo correspondió al repunte del trabajo en la construcción. Al mismo tiempo, el avance del empleo en los servicios volvió a ralentizarse por cuarto trimestre consecutivo. A pesar de que el empleo total aumentó, el total de horas trabajadas se redujo ligeramente en el primer trimestre, reflejando el descenso de las horas trabajadas por asalariado. Los resultados de las encuestas indican que el empleo siguió mejorando en el segundo trimestre de 2015. Estos indicadores también apuntan a que la situación de los mercados de trabajo continuó mejorando ligeramente en la industria y los servicios en el segundo trimestre del año y a que el empleo registró un leve retroceso en la construcción.

## El desempleo continúa descendiendo

gradualmente desde niveles elevados. La tasa de desempleo de la zona del euro se redujo hasta el 11,1% en el segundo trimestre de 2015, desde el 11,2% del primer trimestre del año. En el mes de

julio, esta tasa volvió a caer, hasta situarse en el 10,9%. El descenso en curso de la tasa de paro es evidente en todos los grupos de trabajadores (jóvenes, adultos,

hombres y mujeres) y en la mayoría de las economías de la zona del euro, aunque persisten diferencias considerables en lo que respecta a los grupos de edad y a escala de países.

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

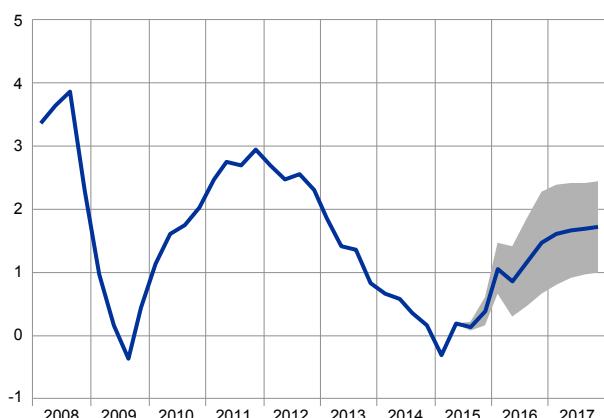
**Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro siguen apuntando a la baja.** Estos riesgos reflejan, en particular, el aumento de la incertidumbre acerca del entorno exterior. En particular, la evolución de las economías emergentes podría seguir influyendo negativamente en el crecimiento mundial a través de sus efectos en el comercio y la confianza.

## 4 Precios y costes

*Recientemente, la inflación medida por el IAPC se ha estabilizado en tasas positivas pero bajas. Sobre la base de la información disponible y de los precios de los futuros del petróleo vigentes, las tasas de variación interanual del IAPC continuarán siendo muy reducidas a corto plazo. Se espera que estas tasas aumenten hacia finales de año, debido también a efectos de base asociados a la caída de los precios del petróleo a finales de 2014, y que sigan repuntando durante 2016 y 2017, respaldadas por las expectativas de recuperación económica, la transmisión de anteriores depreciaciones del tipo de cambio del euro y el supuesto de que los precios del crudo subirán ligeramente en los próximos años, como se refleja actualmente en los mercados de futuros del petróleo. Las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,1% en 2015, el 1,1% en 2016 y el 1,7% en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja, fundamentalmente como consecuencia del descenso de los precios del petróleo.*

**Gráfico 18**  
IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)

(tasas de variación interanual)



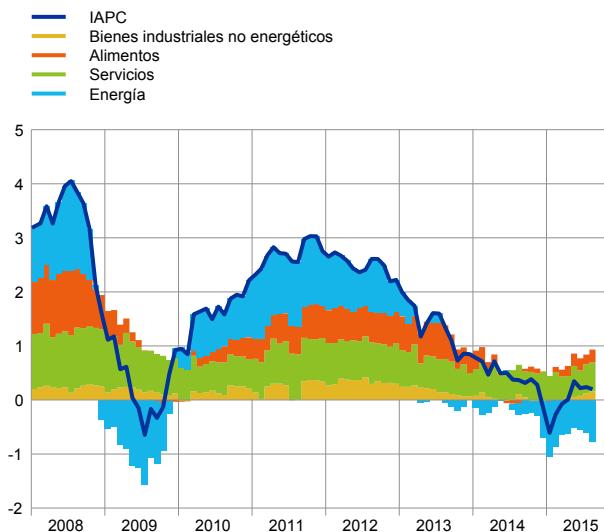
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**La inflación medida por el IAPC se ha estabilizado en tasas positivas pero bajas recientemente, después de recuperarse con respecto a las tasas negativas registradas en meses anteriores de este año (véase gráfico 18).** Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de crecimiento interanual del IAPC fue del 0,2% en agosto, sin variación con respecto a julio y junio. Esta

**Gráfico 19**  
**Contribución de los componentes a la inflación medida por el IAPC de la zona del euro**

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2015 (estimaciones preliminares).

recente estabilización refleja dos conjuntos de factores compensatorios (véase gráfico 19). Por un lado, el nuevo descenso de los precios del petróleo ha ejercido presiones a la baja sobre la tasa de variación de los precios de la energía. Por otro, el IAPC excluidos la energía y los alimentos se ha elevado ligeramente en los últimos meses, impulsado por el avance de los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que la tasa de variación de los precios de los servicios se ha mantenido prácticamente estable. Además, el ritmo de avance de los precios de los alimentos se recuperó considerablemente en agosto, como consecuencia de la mayor contribución de los precios de los alimentos no elaborados, mientras que la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados permaneció básicamente estable, moderada por los precios de los productos lácteos.

**La tasa de variación de los precios de la energía y los alimentos ha reforzado el perfil de la inflación de la zona del euro en los últimos trimestres.**

La tasa de variación de los precios de la energía ha sido negativa desde julio de 2014, cuando los precios del petróleo comenzaron a descender de manera pronunciada. Después de alcanzar un máximo a mediados de junio de 2014, el precio del crudo en euros cayó aproximadamente un 50 % hasta enero. A raíz del aumento de los precios del petróleo observado después de registrar este mínimo a principios de 2015, la tasa de crecimiento de los precios de la energía empezó a recuperarse en el primer semestre de este año. Sin embargo, a partir de julio, los precios del petróleo han vuelto a mostrar una tendencia descendente, ejerciendo presiones a la baja sobre el ritmo de avance de los precios de la energía. Del mismo modo, la contribución de la tasa de variación de los precios de los alimentos se redujo acusadamente en 2014, con un ligero repunte desde principios de este año, favorecido por efectos de base significativos. Con todo, esta tasa continúa siendo relativamente reducida en términos históricos (véase recuadro 7).

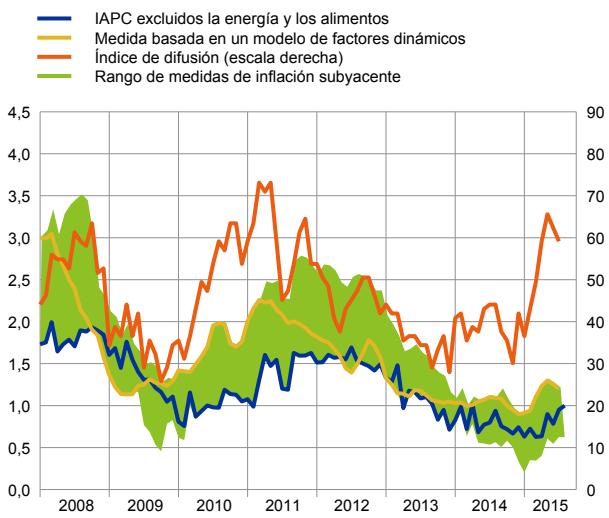
**Los indicadores recientes apuntan a un fortalecimiento gradual de la inflación subyacente.** La tasa de crecimiento del IAPC excluidos la energía y los alimentos (una medida de la inflación subyacente) se mantuvo estable en el 1 % en agosto. La mayoría de los demás indicadores de la inflación subyacente, considerando el amplio conjunto presentado en el recuadro 4 del número anterior del Boletín Económico<sup>1</sup>, continuaron registrando niveles más elevados en julio de 2015 que a principios de este año (véase gráfico 20). La transmisión de la acusada depreciación que experimentó el euro entre mayo de 2014 y abril de 2015 a los precios de

<sup>1</sup> Véase el recuadro titulado «¿Ha llegado la inflación subyacente a un punto de inflexión?», *Boletín Económico*, número 5, BCE, julio de 2015.

## Gráfico 20

### Medidas de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



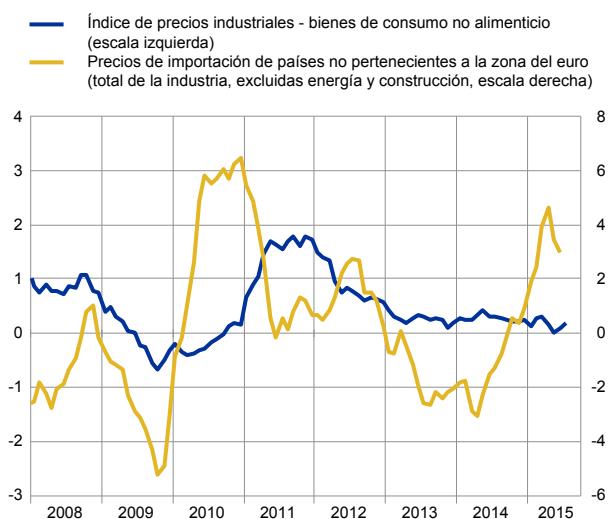
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el rango de medidas de inflación subyacente se han considerado las siguientes: IAPC excluida la energía; IAPC excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC excluidos la energía y los alimentos; media truncada (10%); media truncada (30%); la mediana del IAPC y la medida basada en un modelo de factores dinámicos. El índice de difusión se calcula en porcentaje de las partidas individuales del IAPC cuya tasa de variación interanual se ha incrementado en los tres últimos meses. Las observaciones más recientes disponibles corresponden a agosto de 2015 para el IAPC excluidos la energía y los alimentos (estimación preliminar) y a julio de 2015 para los demás indicadores.

## Gráfico 21

### Precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio y precios de importación de países no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a julio de 2015 (índice de precios industriales) y a junio de 2015 (precios de importación).

consumo de los bienes no energéticos y la continuación de la recuperación de la demanda interna en la zona del euro deberían impulsar un nuevo repunte de la inflación subyacente. No obstante, todavía es prematuro concluir que la inflación subyacente sigue una tendencia al alza, ya que los efectos indirectos del retroceso de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas, así como los bajos niveles de inflación a escala mundial, podrían ejercer temporalmente nuevas presiones a la baja. La reciente apreciación del euro también podría limitar parte del impacto al alza derivado de la fuerte depreciación anterior de la moneda única.

**Los efectos de la depreciación del tipo de cambio del euro son cada vez más evidentes en el aumento de la tasa de variación de los precios de los bienes.** La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos registró un alza generalizada y pasó del -0,1 % de febrero de 2015 al 0,6 % de agosto. La tendencia al alza refleja la transmisión de las fuertes subidas de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio, que están relacionadas con la depreciación del euro y el incremento del consumo de bienes duraderos observado en los últimos trimestres.

**El impacto de la mayor debilidad del euro en las presiones latentes internas debería hacerse más evidente en los próximos trimestres.** Aunque los precios de importación de países no pertenecientes a la zona del euro se mantuvieron en niveles elevados (véase gráfico 21), las presiones inflacionistas latentes de origen interno siguen siendo débiles. De hecho, las presiones latentes sobre los precios de los alimentos apuntan a una evolución moderada en todas las fases de la cadena de precios, mientras que la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio se situó en el 0,2 % en julio, registrando un ligero aumento por segundo mes consecutivo. Los indicadores de opinión se han debilitado recientemente. El índice de directores de compras (PMI) de los precios de los bienes intermedios

alimentarios del sector minorista volvió a descender en agosto, interrumpiendo el movimiento al alza observado hasta junio. Aunque el crecimiento de la tasa de

variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio ha sido moderado, el repunte reciente debería continuar a medida que la transmisión de la acusada depreciación del euro cobre más impulso.

### **Las presiones inflacionistas internas se han estabilizado por el momento.**

El deflactor del PIB —que es un indicador de las presiones inflacionistas internas— aumentó de forma marginal en el primer trimestre de 2015, debido a la persistencia de una evolución contenida de los costes laborales y a un aumento moderado de los márgenes. El crecimiento de los costes laborales unitarios se redujo ligeramente en el primer trimestre de 2015, ya que el ritmo de avance de la productividad fue superior al de la remuneración por asalariado. El crecimiento de los beneficios (medido en términos de excedente bruto de explotación) se incrementó levemente, reflejando el impacto de la mejora en curso del crecimiento del PIB real y la recuperación de la tasa de crecimiento de los beneficios por unidad de producto.

**El elevado grado de holgura de la economía sigue conteniendo la tasa de variación de los precios de los servicios.** La tasa de variación de estos precios ha fluctuado en torno a niveles justo por encima del 1% en los últimos meses. La mayoría de las fluctuaciones en torno a este nivel reflejan el impacto de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes, en un contexto de evolución moderada del crecimiento de los salarios y de los márgenes. La debilidad del crecimiento de los salarios y de los márgenes podría ser atribuible a diversos factores, entre los que se encuentran el elevado grado de holgura de la economía y de los mercados de trabajo y la mayor flexibilidad salarial y de precios en algunos países tras las reformas estructurales acometidas en los mercados de trabajo y de productos en los últimos años.

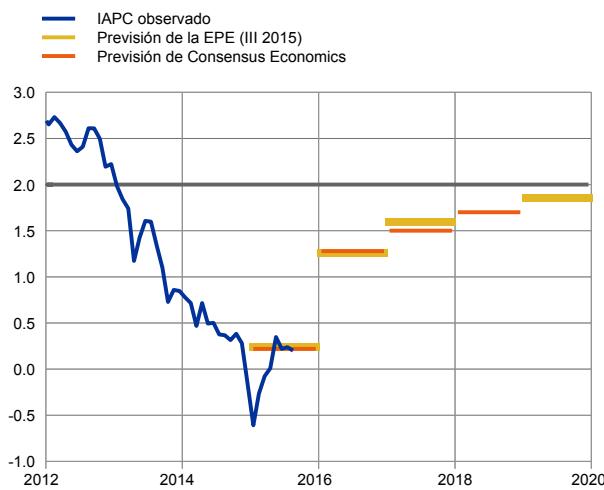
**Gráfico 22**  
Indicadores de mercado de las expectativas de inflación  
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: La observación más reciente corresponde al 2 de septiembre de 2015.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación han retrocedido recientemente, tras observarse una persistente tendencia al alza desde enero, mientras que los indicadores de opinión han permanecido relativamente estables.** La tendencia al alza de las expectativas de inflación que señalaban los swaps de inflación desde principios de 2015 se interrumpió a finales de junio. En conjunto, los tipos swap de inflación a largo plazo aumentaron unos 0,4 puntos porcentuales en los seis primeros meses de 2015. Entre finales de junio y principios de septiembre, estos tipos descendieron en un contexto de señales de moderación de la actividad económica mundial y de caída de los precios de las materias primas. Sin embargo, es posible que otros factores también hayan contribuido a esta caída, como los reducidos niveles de liquidez en los mercados durante los meses de verano y las menores primas de riesgo de inflación incorporadas en los tipos swap de inflación. El tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años se

**Gráfico 23**  
Indicadores de opinión de las expectativas de inflación  
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Reuters, encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, cálculos del BCE y Consensus Economics.  
Notas: Se incluyen datos del IAPC observado hasta agosto de 2015 (estimación preliminar). Los datos de la EPE se basan en los resultados de la encuesta del tercer trimestre de 2015. La previsión a largo plazo es a cinco años vista. Los datos de Consensus Economics se basan en las previsiones de agosto de 2015 para 2015 y 2016, y en las de abril de 2015 para 2017 y 2018.

redujo 15 puntos básicos entre principios de julio y el 2 de septiembre, fecha en que se situó en el 1,7% (véase gráfico 22). En ese mismo período, los tipos *swap* de inflación a corto y medio plazo experimentaron una reducción más acusada que los tipos a largo plazo. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación se han mantenido relativamente estables hasta ahora y siguen sugiriendo que la inflación retornará a niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo (véase gráfico 23).

**En conjunto se prevé que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumente a partir de finales de 2015 (véase gráfico 18).** A partir de la información disponible a mediados de agosto, las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén que la inflación medida por el IAPC se sitúe, en promedio, en el 0,1% en 2015 y aumente hasta el 1,1% en 2016 y el 1,7% en 2017<sup>2</sup>. El repunte inicial está relacionado principalmente con efectos de base

derivados de las anteriores caídas de los precios del petróleo. Se prevé que la inflación se incremente significativamente en 2016 y 2017 a medida que la reducción adicional del grado de holgura de la economía y de los mercados de trabajo vaya impulsando gradualmente al alza la inflación subyacente. Además, las mayores presiones inflacionistas externas derivadas de la prolongada transmisión de la evolución del tipo de cambio a los precios de consumo y los efectos alcistas del incremento previsto de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas, junto con los considerables efectos de base al alza derivados de las recientes caídas de los precios del petróleo, contribuirán al aumento de la inflación. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosystema, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja para todo el horizonte de proyección, pero solo ligeramente para 2017. La revisión a la baja refleja principalmente los efectos directos e indirectos de los precios más bajos del petróleo.

**Considerando la evolución más reciente de los precios del petróleo y los tipos de cambio recientes, existen riesgos a la baja para las proyecciones de inflación de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE.** Desde la fecha de cierre de los datos utilizados en los supuestos técnicos incluidos en las proyecciones de septiembre, los precios del petróleo se han reducido, mientras que el tipo de cambio efectivo del euro se ha fortalecido, en parte debido a las turbulencias financieras experimentadas en algunas economías emergentes.

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 3 de septiembre de 2015.

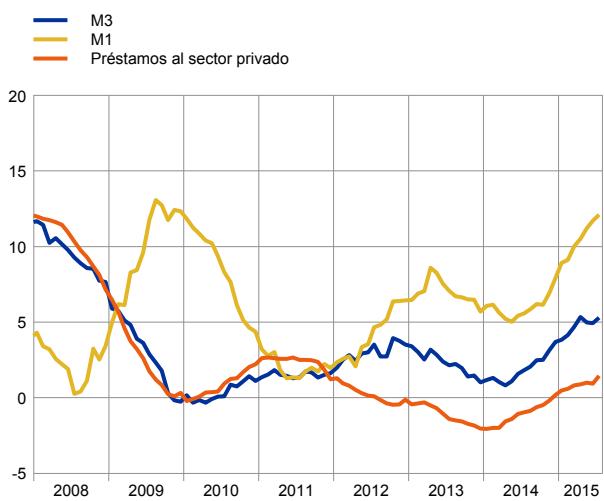
**La recuperación de los precios de la vivienda es relativamente generalizada, aunque su crecimiento sigue siendo heterogéneo en los distintos países de la zona del euro.** El indicador de precios de los inmuebles residenciales para la zona del euro del BCE continúa creciendo a un ritmo relativamente débil, con un incremento del 1% (en tasa interanual) en el primer trimestre de 2015. Se espera que el crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro en su conjunto siga fortaleciéndose en el próximo período, reflejando la mejora de las perspectivas de renta y de empleo de los hogares, unas condiciones de financiación favorables y la corrección de anteriores sobrevaloraciones de los precios de la vivienda<sup>3</sup>.

## 5 Dinero y crédito

*En un entorno de tipos de interés muy bajos, el crecimiento monetario y crediticio se mantuvo en una senda de recuperación. El cambio de composición de las carteras y la mejora de la dinámica crediticia están impulsando el crecimiento del agregado monetario amplio. Además, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y el programa ampliado de compra de activos (APP) contribuyeron a la mejora de los indicadores monetarios y crediticios. Los costes de financiación de las entidades de crédito se estabilizaron en mínimos históricos en el segundo trimestre de 2015. Las favorables condiciones de concesión del crédito continuaron favoreciendo una recuperación adicional del crecimiento de los préstamos, que se va materializando gradualmente. Además, las divergencias entre países en los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios disminuyeron de nuevo. Aunque los préstamos bancarios son la principal fuente de financiación externa de las sociedades no financieras, se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a estas sociedades se estabilizó en el segundo trimestre de 2015. En conjunto, la evolución reciente confirma que las medidas de política monetaria del BCE se están transmitiendo paulatinamente a las condiciones de concesión de los préstamos y están respaldando, en última instancia, el crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito.*

**Gráfico 24**  
M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

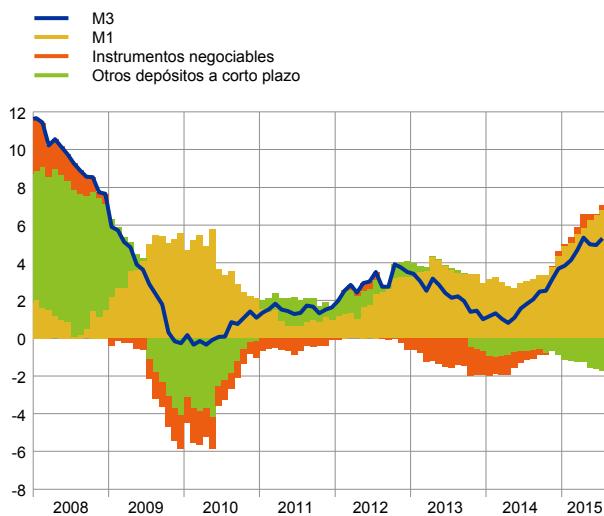
**Los datos monetarios más recientes confirman la solidez del crecimiento monetario.** La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 5,3% en julio, frente al 5% del segundo trimestre de 2015 (véase gráfico 24). Este aumento del crecimiento de M3 estuvo impulsado principalmente por el agregado monetario estrecho M1. El crecimiento interanual de M1 continuó acelerándose en julio de 2015, y su tasa

<sup>3</sup> Véase el artículo titulado «La situación del ciclo de los precios de la vivienda en la zona del euro», en este Boletín Económico.

interanual se situó en el 12,1 %, frente al 10,9 % del segundo trimestre del año. La evolución reciente del agregado monetario estrecho respalda las perspectivas de recuperación sostenida de la actividad económica.

### Gráfico 25 M3 y sus componentes

(contribución a la tasa de crecimiento interanual de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



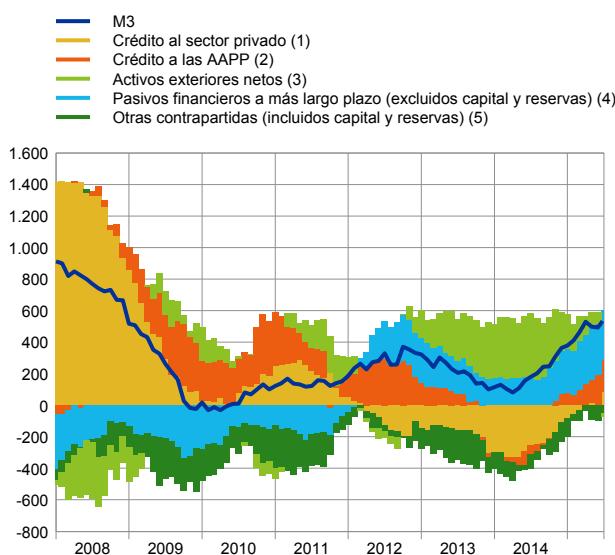
Fuente: BCE.

### El sector tenedor de dinero se está centrando en los depósitos a la vista. M1 contribuyó

significativamente al crecimiento de M3 en julio, al igual que durante el segundo trimestre de 2015 (véase gráfico 25). El entorno de tipos de interés muy bajos está favoreciendo que el sector tenedor de dinero invierta en depósitos a la vista incluidos en M3. Esta contribución de M1 refleja asimismo entradas de fondos relacionadas con las ventas de valores públicos, de bonos garantizados y de bonos de titulización de activos por parte de dicho sector en el marco del programa ampliado de compra de activos (APP). En la primera mitad de 2015, los reducidos niveles de remuneración de los activos monetarios menos líquidos contribuyeron a la continua contracción de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, que siguieron lastrando el crecimiento de M3. Los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) supusieron un apoyo adicional al crecimiento de M3, con una contribución reducida pero positiva.

### Gráfico 26 Contrapartidas de M3

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



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

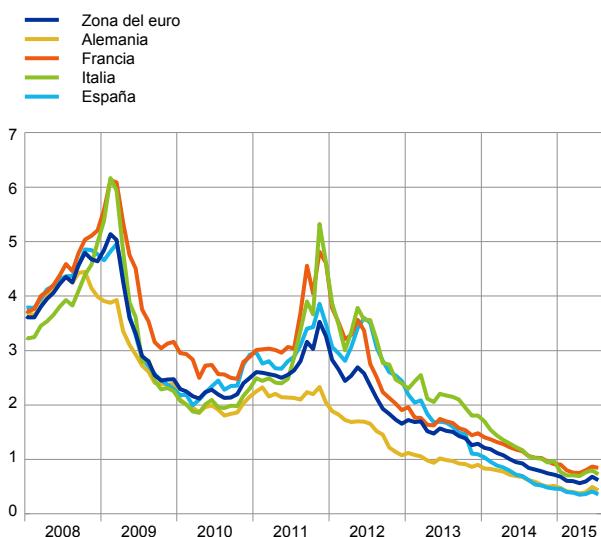
### La creación de dinero continuó desplazándose hacia fuentes internas en julio, en parte como consecuencia de los efectos de las TLTRO y del APP. Por lo que respecta a las contrapartidas de M3

(véase gráfico 26), la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo y el aumento del crédito a las Administraciones Públicas han sido los factores que más han contribuido al crecimiento monetario interanual en los últimos meses, mientras que la contribución del crédito al sector privado ha pasado a ser ligeramente positiva. La tasa de contracción interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM en poder del sector tenedor de dinero continuó siendo acusada y se situó en el -6,5 % en julio de 2015, sin variación con respecto al segundo trimestre del año. La reducción de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM obedece, en parte, al atractivo de las TLTRO como alternativa a la financiación bancaria a largo plazo en los mercados, así como a las compras en el marco del APP. El crédito concedido por las IFM (incluido el

Eurosistema) a las Administraciones Públicas aumentó en julio, sobre todo como consecuencia del incremento de las tenencias de valores de las Administraciones Públicas por parte del Eurosistema en el marco de su programa de compras de valores públicos (PSPP), mientras que las entidades de crédito siguieron recortando sus tenencias de deuda pública. Esto último ofrece margen para que las inversiones de las IFM se reequilibren dirigiéndose a activos del sector privado. Al mismo tiempo, la aportación de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que refleja un considerable superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, disminuyó de nuevo en el segundo trimestre de 2015 y pasó a ser negativa en julio del mismo año. Las considerables salidas de activos exteriores netos en julio se registraron pese a la contribución persistentemente positiva del superávit por cuenta corriente.

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

(en porcentaje)



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

Notas: La media de los tipos de interés de los depósitos de las nuevas operaciones (es decir, el coste agregado de los depósitos) y el coste de financiación mediante deuda no garantizada se han ponderado con los correspondientes saldos vivos.

**Los costes de financiación de las entidades de crédito aumentaron en el segundo trimestre de 2015, aunque se mantienen en niveles reducidos.**

El análisis de los últimos años muestra que el coste agregado de la financiación de las entidades de crédito presenta una tendencia a la baja (véase gráfico 27), en un entorno de amortizaciones netas de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. Desde su anuncio, el programa ampliado de compra de activos ha contribuido significativamente a la reducción adicional de estos costes. El reciente incremento del coste de financiación de las entidades de crédito mediante deuda se debió al aumento de la rentabilidad de los bonos bancarios, mientras que los tipos de los depósitos se mantuvieron estables en niveles históricamente bajos. En este contexto, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2015 mostró que el acceso de las entidades de crédito a la financiación mediante depósitos minoristas y valores representativos de deuda se había deteriorado en el segundo trimestre de 2015,

mientras que el acceso al mercado monetario y a

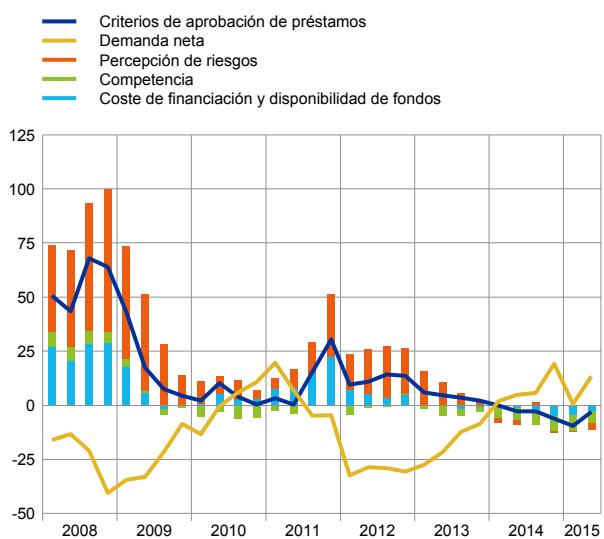
las titulizaciones mejoró, aunque en menor medida que en el trimestre anterior. No existen indicios de que los costes de los depósitos de las entidades de crédito estén pasando a niveles negativos como consecuencia del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE.

**Las condiciones de concesión del crédito se sustentan en la favorable evolución de la demanda de crédito y de los factores de oferta.** La encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2015 muestra que la mayor competencia entre las entidades de crédito contribuyó a relajar las condiciones de concesión de los préstamos a empresas y a hogares en el segundo trimestre de 2015, lo que coincidió con un aumento de la demanda neta de préstamos por parte de las

**Gráfico 28**

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

(porcentaje neto medio por categoría)



Fuente: BCE.

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

BCE reforzó sus medidas para dotar de un mayor grado de acomodación a la política monetaria, las entidades de crédito han ido transmitiendo progresivamente la mejora de sus costes de financiación mediante la reducción de los tipos de interés de sus préstamos: los costes de financiación agregados de los hogares y de las sociedades no financieras de la zona del euro han descendido en torno a 70 puntos básicos y 75 puntos básicos, respectivamente (véanse gráficos 29 y 30). Datos recientes correspondientes a julio sugieren que los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios han alcanzado mínimos históricos.

**Las divergencias entre países en los tipos de interés de los préstamos bancarios son significativas, pero cada vez menores.** Pese a algunos cambios alentadores en las condiciones de oferta del crédito en la zona del euro en su conjunto, los criterios de concesión siguen siendo heterogéneos entre los distintos países y sectores. A este respecto, el paquete de medidas de expansión crediticia adoptadas en junio de 2014 y el programa de compra de activos han contribuido a estrechar la dispersión de los costes de financiación entre países. En los países de la zona del euro con tasas de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras relativamente bajas también se han reducido de forma especialmente acusada los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a dichos préstamos.

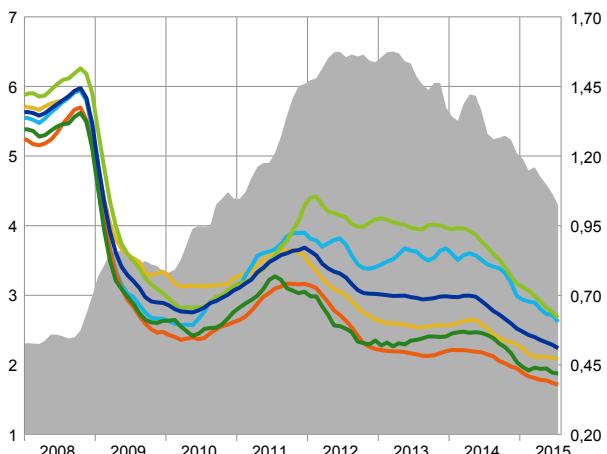
empresas (véase gráfico 28). Las entidades de crédito también relajaron las condiciones de los nuevos préstamos en todas las categorías en dicho trimestre, principalmente debido al estrechamiento adicional de los márgenes de los préstamos ordinarios. En conjunto, esta evolución sugiere que el efecto moderador de los factores de oferta de crédito ha vuelto a reducirse y que el impacto de los factores de demanda sobre el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras está pasando a ser ligeramente positivo, lo que, a su vez, prestará un respaldo adicional al crecimiento de los préstamos concedidos al sector privado. A este respecto, la encuesta de julio indica que en el segundo trimestre las entidades de crédito utilizaron los fondos de las TLTRO como sustitutos de la financiación en los mercados y para impulsar la oferta de crédito.

**Los tipos de interés del crédito bancario registraron un descenso adicional en el segundo trimestre, debido sobre todo a las medidas no convencionales adoptadas por el BCE.** El coste nominal de la financiación bancaria de las sociedades no financieras y los hogares ha disminuido significativamente. En concreto, desde el tercer trimestre de 2014, cuando el

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

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)

Zona del euro  
 Alemania  
 Francia  
 Italia  
 España  
 Países Bajos  
 Desviación típica entre países (escala derecha)



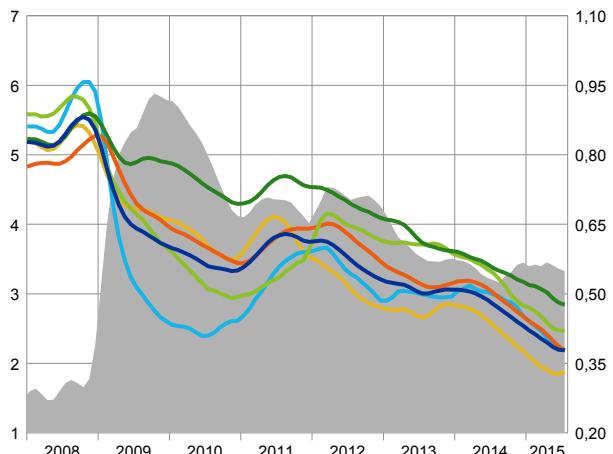
Fuente: BCE.

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 julio de 2015.

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

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)

Zona del euro  
 Alemania  
 Francia  
 Italia  
 España  
 Países Bajos  
 Desviación típica entre países (escala derecha)



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 julio de 2015.

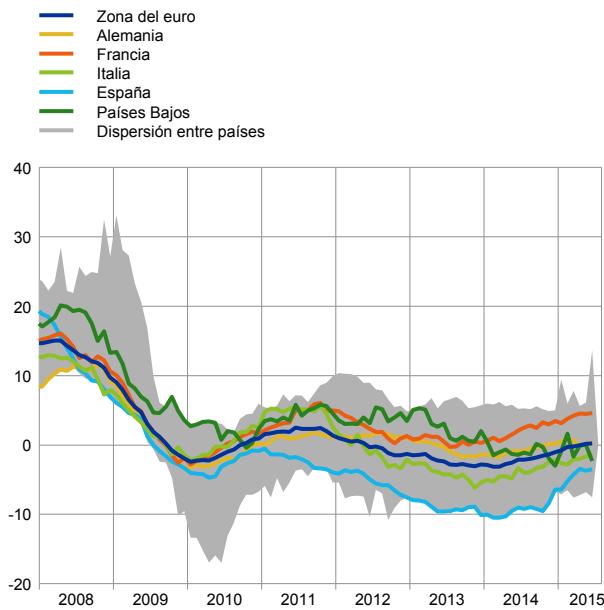
### El crecimiento de los préstamos al sector privado se va recuperando

**gradualmente.** Ajustado de ventas y titulizaciones, el crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se incrementó y se situó en el 1,4% en julio de 2015, frente al 0,9% del segundo trimestre de 2015. Tras un prolongado período de contracción cada vez mayor, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se ha ido recuperando gradualmente desde principios de 2014, situándose en el 0,9% en julio de 2015 (véase gráfico 31). Pese a esta mejora, la dinámica de estos préstamos continúa siendo discreta. El crecimiento de los préstamos a hogares mejoró nuevamente en el segundo trimestre y se situó en el 1,9% en julio (véase gráfico 32). Como se ha indicado anteriormente, esta evolución se vio favorecida por la significativa reducción de los tipos de interés del crédito bancario, que ha sido generalizada en la zona del euro desde el verano de 2014, así como por la mejora de la oferta y la demanda de préstamos bancarios. Al mismo tiempo, la atonía económica y las condiciones relativamente duras de los préstamos siguen afectando a la provisión de crédito en algunas partes de la zona del euro.

**Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras se estabilizó en el segundo trimestre de 2015, tras el fortalecimiento del trimestre anterior.** En el segundo trimestre, la financiación externa de las sociedades no financieras se situó en niveles similares a los observados a principios de 2012 y en 2004-2005 (véase gráfico 33), y estuvo

**Gráfico 31**  
Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)

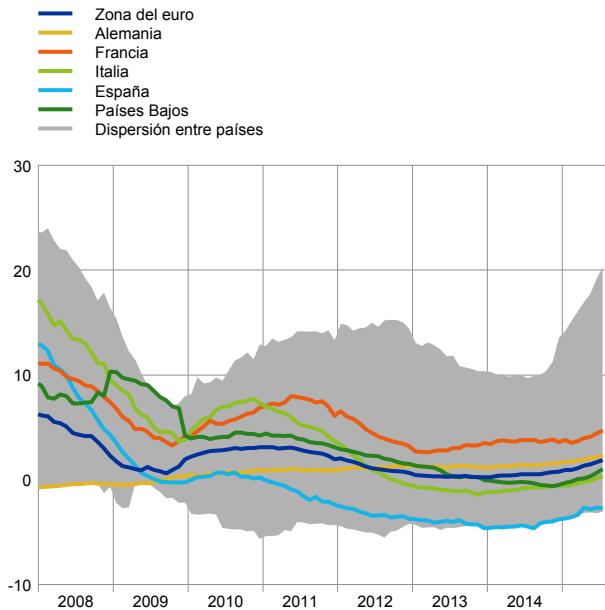


Fuente: BCE.

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

**Gráfico 32**  
Préstamos de las IFM a los hogares

(tasas de variación interanual)

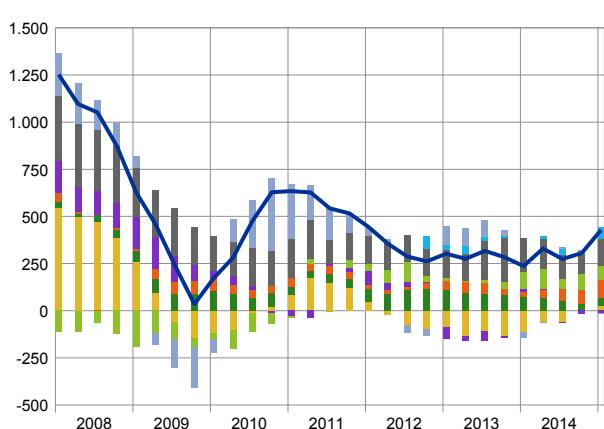
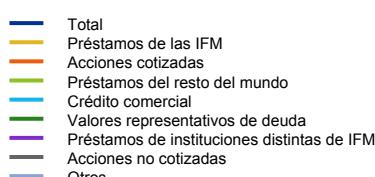


Fuente: BCE.

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

**Gráfico 33**  
Financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos de cuatro trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los préstamos de IFM y los préstamos de instituciones distintas de IFM (incluyen otros intermediarios financieros y empresas de seguros y fondos de pensiones) están corregidos por ventas y titulizaciones. «Otros» es la diferencia entre el total y los instrumentos incluidos en el gráfico e incluye préstamos entre empresas relacionadas y el reajuste entre los datos de las cuentas financieras y no financieras. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2015.

respaldada por 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 muy reducido de los valores de renta fija. Al mismo tiempo, en relación con los bajos costes de oportunidad, las sociedades no financieras, en particular las empresas cotizadas, mantuvieron saldos de efectivo históricamente elevados como colchones de liquidez por motivo de precaución y posiblemente también para financiar posibles fusiones y adquisiciones en el futuro.

**Los datos recientes muestran que la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras registró una moderación en mayo y en junio de 2015.** Esta evolución se observó tras el aumento de la emisión directa e indirecta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras y sus sociedades vehiculares en el primer trimestre de 2015, a raíz de la puesta en marcha del programa de compras de valores públicos (PSPP). Las empresas incrementaron su recurso a la financiación en los

mercados entre enero y abril de 2015, con el fin de beneficiarse de las condiciones muy favorables de los mercados y de los reducidos tipos de interés.

**El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó ligeramente en el segundo trimestre de 2015, tras situarse en niveles históricamente bajos en febrero.**

Este incremento estuvo determinado por la caída de los precios de los activos financieros en el segundo trimestre, que se tradujo en un aumento del coste de financiación mediante valores de renta fija y mediante acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro, que en julio y en agosto de 2015 se situó en torno a 45 puntos básicos, en promedio, por encima del nivel observado en febrero. El mayor coste de la financiación en los mercados quedó parcialmente compensado por las continuas disminuciones de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios en el segundo trimestre de 2015.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

*Se prevé que continúe la mejora del saldo presupuestario de la zona del euro como consecuencia de la recuperación cíclica y de los bajos tipos de interés. No obstante, sobre la base de la información disponible, se estima que la mejora estructural se ha detenido. De cara al futuro, en muchos países será necesario realizar esfuerzos de consolidación fiscal adicionales para lograr que la elevada ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente.*

**Se espera que, en promedio, el déficit presupuestario de la zona del euro continúe disminuyendo.** Según las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se reducirá desde el 2,4 % del PIB en 2014 hasta el 1,7 % del PIB en 2017 (véase cuadro 1). Se espera que la mejora presupuestaria se deba enteramente al impacto cíclico y al menor

**Cuadro 1**  
Evolución fiscal en la zona del euro

(porcentaje del PIB)

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

Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosystema.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro, incluida Lituania (también para el período anterior a 2015). Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

gasto por intereses previstos en el escenario de referencia. En comparación con las proyecciones de junio de 2015, las perspectivas en lo que respecta al déficit general de 2015 prácticamente no han variado, debido al hecho de que, desde entonces, solo se han adoptado algunas medidas presupuestarias, mientras que para los años siguientes las proyecciones indican que la mejora del déficit será más moderada como consecuencia de una recuperación económica algo menos favorable.

**Según las proyecciones, el saldo estructural prácticamente no experimentará variación hasta 2017.** Ello se debe a las mejoras por el lado del gasto, principalmente en forma de menor gasto por intereses, que se prevé se compensará, en gran medida, con recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales por el lado de los ingresos en varios países. Se espera que, en conjunto, el déficit presupuestario de la zona del euro en términos estructurales se reduzca ligeramente desde el 1,8 % del PIB en 2014 hasta el 1,7 % del PIB en 2017, cifra ligeramente superior a la prevista en las proyecciones de junio.

**Se prevé que la deuda de las Administraciones Públicas se reduzca gradualmente durante el horizonte de proyección, aunque se mantendrá en un nivel elevado.** Se espera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro descienda desde el nivel máximo del 91,7 % del PIB registrado en 2014 hasta situarse en el 89,4 % del PIB al final del horizonte de proyección, como muy tarde. La mejora de las perspectivas de deuda, que no se está produciendo tan rápidamente como se esperaba en las proyecciones de junio, se debe principalmente a una evolución favorable del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, así como a una mejora gradual del saldo primario. Se prevé que los ajustes entre déficit y deuda se tornen favorables, especialmente a medida que desaparezca el impacto de la asistencia al sector financiero, que ha incrementado la deuda. Para más información sobre el impacto fiscal de la asistencia al sector financiero y los riesgos fiscales asociados a ella, véase el artículo titulado «El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero durante la crisis», en la presente edición del Boletín Económico. Como las proyecciones indican que el nivel de deuda sigue siendo elevado en muchos países de la zona del euro, es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la elevada ratio de deuda se sitúe en una senda firme descendente. Esto es fundamental en vista de los importantes retos a largo plazo que plantean el envejecimiento de la población y los crecientes costes de atención sanitaria.

**Se espera que la insuficiencia de esfuerzos estructurales que indican las proyecciones aumente la brecha con respecto a las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC).** Se prevé que la orientación general de la política fiscal en 2015 sea básicamente neutral, lo que resulta apropiado en el entorno actual de debilidad económica, en el que las políticas fiscales deberían respaldar la recuperación económica garantizando, al mismo tiempo, la sostenibilidad de la deuda. No obstante, en las recomendaciones específicas para cada país formuladas en junio, el Consejo Europeo identificó riesgos de incumplimiento de las exigencias de esfuerzo estructural establecidas en el PEC en 12 de los 17 países de la zona

del euro considerados (véase gráfico 8). Por consiguiente, será importante que particularmente los países que todavía presenten necesidades de consolidación hagan un mayor hincapié en la sostenibilidad de la deuda y logren avanzar hacia la consecución de sus objetivos presupuestarios a medio plazo. En los proyectos de planes presupuestarios para 2016 debe exponerse con claridad cómo se proponen cumplir las recomendaciones específicas los Gobiernos cuyos esfuerzos estructurales han sido insuficientes para responder a sus compromisos en el marco del PEC, a fin de asegurar el cumplimiento de las reglas fiscales de la UE mediante una reducción más rápida del déficit.

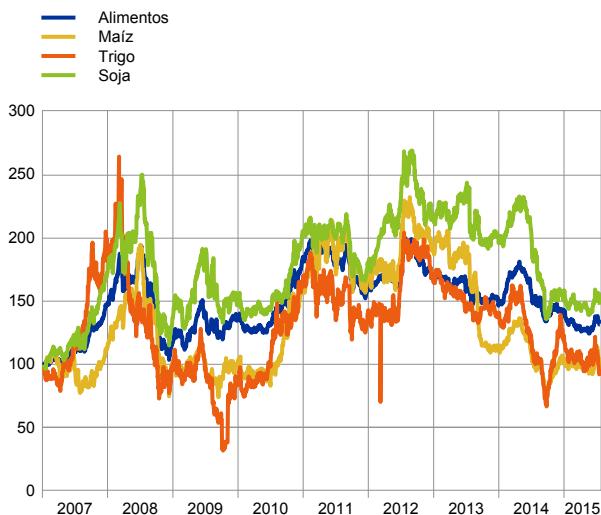
# Recuadro 1

## Evolución reciente y perspectivas de los precios de las materias primas no energéticas

**Los precios mundiales de las materias primas no energéticas han sido objeto de especial atención en los últimos meses, en la medida en que las continuas presiones a la baja se han traducido en unos mínimos no registrados en los últimos cinco años.** Pese a haberse observado tendencias, en general, similares en los precios de las materias primas correspondientes a los alimentos y los metales, los factores de oferta y demanda específicos de algunos mercados justifican un análisis cuidadoso de la evolución de los precios de las principales materias primas. A continuación, se analizan los principales factores determinantes de la evolución reciente, y de las perspectivas, de los precios de algunas materias primas no energéticas.

**Gráfico A**  
Precios de las materias primas alimenticias

(Índice: 1 de enero de 2007 = 100)



Fuentes: Instituto de Economía Internacional de Hamburgo (HWWI) y Bloomberg.

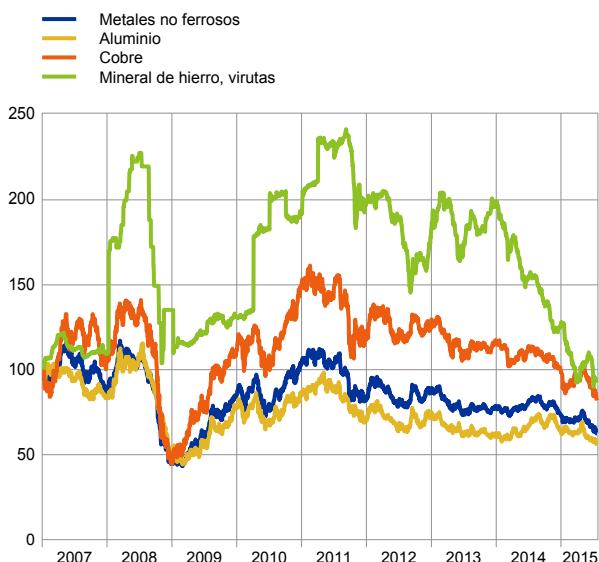
**Los precios de las materias primas alimenticias han venido reduciéndose desde mediados de 2012 como resultado del exceso de oferta en los mercados tras producirse de forma consecutiva varias cosechas abundantes.** Los altos niveles de oferta y de existencias han contribuido a una caída de los precios del trigo y del maíz, especialmente desde comienzos de 2015 (véase gráfico A). Las restricciones impuestas a las exportaciones de trigo de Rusia en el primer semestre de 2015 no compensaron esta caída. La inquietud respecto al debilitamiento de la demanda de los productos utilizados en la fabricación de etanol y la ralentización de la actividad importadora en China también han contribuido al descenso de los precios del maíz. Asimismo, los precios de la soja se han reducido como resultado de la abundante oferta.

**Las perspectivas de los precios mundiales de las materias primas alimenticias continúan siendo**

**moderadas.** Para la temporada 2015-2016 solo se prevé una reducción marginal de los niveles de producción de trigo y maíz, al tiempo que se espera un aumento de la producción de semillas oleaginosas (en particular, de soja). Los riesgos al alza para los precios podrían tener su origen en unas condiciones meteorológicas adversas, mientras que, entre los riesgos a la baja, una desaceleración más fuerte de lo previsto de la producción de biocombustibles podría debilitar aún más la demanda de algunas materias primas agrícolas.

## Gráfico B Precios de los metales

(Índice: 1 de enero de 2007 = 100)



Fuentes: Instituto de Economía Internacional de Hamburgo (HWWI) y Bloomberg.

**Los precios de los metales han venido descendiendo desde mediados de 2011 debido al crecimiento sostenido de la oferta y al debilitamiento del crecimiento de la demanda, especialmente en China.** En comparación con las materias primas alimenticias, los metales tienden a ser más sensibles a la evolución de la actividad económica mundial. Dado que China importa una proporción sustancial de la producción mundial de metales, los precios de estos productos reaccionan de forma especial ante el crecimiento económico de este país. Por consiguiente, la inquietud de los mercados respecto a la fortaleza de la demanda de China ha acelerado la caída de los precios de los metales desde comienzos de 2015 (véase gráfico B). Los aumentos continuos de la oferta y el elevado nivel de existencias también explican en parte esta caída. El crecimiento sostenido de la producción se ha visto respaldado por las fuertes inversiones en capacidad productiva realizadas en años anteriores, que estuvieron

motivadas por los elevados precios vigentes en aquel momento. En 2015 la caída ha sido generalizada y ha afectado a los distintos productos del grupo, habiendo registrado los precios del mineral de hierro (el principal insumo para la fabricación de acero) un descenso del 26 %, los del aluminio, un 13 %, y los del cobre, un 20 %, desde el comienzo del año.

**El exceso de oferta y la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes probablemente moderarán los precios de los metales en el corto plazo.** Las previsiones indican que el crecimiento de la demanda de materias primas en China continuará siendo más débil que en el pasado, en consonancia con el gradual reequilibrio de la senda de crecimiento del país. De forma más general, el crecimiento en las economías emergentes, cuya producción tiende a ser más intensiva en materias primas que la de las economías avanzadas, está experimentando una desaceleración. Por consiguiente, las perspectivas respecto a los precios de los metales solo indican aumentos graduales, ya que se prevé que la oferta se reequilibre lentamente. Los principales riesgos a la baja están relacionados con la posibilidad de que se produzca una desaceleración más pronunciada de lo previsto en el crecimiento de la demanda de las economías emergentes, especialmente de China, y de que la oferta muestre una mayor capacidad de resistencia frente al descenso de los precios.

## Recuadro 2

### Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 22 de abril y el 21 de julio de 2015

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el tercer y el cuarto período de mantenimiento de reservas de 2015, comprendidos entre el 22 de abril y el 9 de junio de 2015 y entre el 10 de junio y el 21 de julio de 2015, respectivamente.** Durante el período analizado, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,05 %, el 0,30 % y el –0,20 %, respectivamente<sup>1</sup>. El 24 de junio de 2015 se liquidó la cuarta operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés), en la que se adjudicaron 73,8 mm de euros, cifra ligeramente superior a la esperada por los mercados pero inferior a los 97,8 mm de euros adjudicados en marzo. Con ello, el importe total adjudicado en las cuatro primeras TLTRO ascendió a 384 mm de euros<sup>2</sup>. Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores del sector público, bonos garantizados y bonos de titulización de activos como parte de su programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), al ritmo previsto de 60 mm al mes<sup>3</sup>.

#### 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 de reservas, se incrementaron en 24,6 mm de euros con respecto al período de referencia anterior, hasta situarse, en promedio, en 606,8 mm de euros.** Este aumento se debió, fundamentalmente, al incremento de 23,7 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos, que alcanzaron la cifra de 496,8 mm de euros (véase cuadro).

<sup>1</sup> 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 una de estas OFPML se fijó en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML.

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

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

**El incremento de los factores autónomos fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de absorción de liquidez, entre los que se incluye una variación significativa en el nivel de los depósitos de las Administraciones Públicas.** Estos depósitos registraron un incremento medio de 19,5 mm de euros y se situaron en 85,6 mm de euros. Tras la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito hasta el –0,20 % en septiembre de 2014, los depósitos de las Administraciones Públicas han seguido una tendencia a la baja, ya que la introducción del tipo de interés negativo para la facilidad de depósito y la decisión adoptada en relación con la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas<sup>4</sup> indujeron a los Tesoros nacionales a reducir sus saldos de efectivo en el Eurosistema. No obstante, esta tendencia bajista se detuvo en el segundo período de mantenimiento de 2015, y los depósitos de las Administraciones Públicas volvieron a registrar un incremento en el tercer y cuarto período de mantenimiento. Los bajos tipos de interés de mercado y la abundante liquidez limitaron las alternativas de inversión del efectivo de los Tesoros. Además, los billetes en circulación aumentaron, en promedio, en 23,8 mm de euros, circunstancia que reflejó la tendencia al alza a largo plazo de la demanda de billetes y las circunstancias recientes en determinados países.

**Entre los factores de inyección de liquidez, los activos exteriores netos continuaron aumentando en el período de referencia, pero este incremento se vio compensado por las variaciones de otros factores autónomos.**

La depreciación del euro a comienzos de 2015 dio lugar a una revalorización de los activos exteriores netos a partir del segundo trimestre del año. Durante los dos períodos de mantenimiento de reservas, dichos activos superaron en 42,2 mm de euros, en promedio, las cifras alcanzadas en el primer y segundo período de mantenimiento, y se situaron en 649,8 mm de euros. Sin embargo, este efecto se compensó con el incremento de 45,4 mm de euros de otros factores autónomos. Además, las revalorizaciones de otros activos financieros del Eurosistema constituyeron el principal factor determinante del aumento de 22,9 mm de euros de los activos denominados en euros, que solo contrarrestó en parte el incremento de los factores de absorción de liquidez.

**La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada durante el período analizado.** Este hecho refleja, principalmente, las marcadas fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y unos niveles de volatilidad algo elevados en la demanda de billetes. Como consecuencia de las revalorizaciones trimestrales de finales de junio, los activos exteriores netos y los activos netos denominados en euros registraron un descenso, lo que acentuó la volatilidad, aunque en menor medida que en el período de referencia anterior.

**El error medio absoluto de las previsiones semanales sobre los factores autónomos se incrementó ligeramente en el período analizado, hasta alcanzar la cifra de 6,4 mm de euros, principalmente como consecuencia del aumento**

---

<sup>4</sup> Disponible en [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2014\\_168\\_r\\_0015\\_es\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_es_txt.pdf).

**de los errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas.** Este hecho pone de manifiesto que siguió resultando difícil anticipar la actividad inversora de los Tesoros nacionales en un entorno de tipos de interés a corto plazo del mercado monetario cada vez más negativos y de unos niveles elevados de exceso de liquidez.

### Inyección de liquidez

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y compras simples— se incrementó en 165,3 mm de euros durante el período analizado, hasta situarse en 937,2 mm de euros.** Este incremento se debió casi íntegramente a las compras simples, mientras que las operaciones de subasta prácticamente no experimentaron variación.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta solo aumentó ligeramente, situándose en 513,2 mm de euros, aunque con un cambio significativo del tipo de operaciones.** Las dos OFPML a tres años que vencieron en el período de referencia anterior y la menor participación en operaciones regulares (es decir, OPF y OFPML a tres meses) en el período analizado se compensaron, en promedio, con adjudicaciones de TLTRO. Mientras que el saldo vivo medio de las TLTRO se incrementó en 87,9 mm de euros, el correspondiente a las OPF y a las OFPML a tres meses se redujo en 41,0 mm de euros y 6,3 mm de euros, respectivamente, y el saldo vivo medio de las OFPML a tres años (que se situó en 38,6 mm de euros en el período de referencia anterior) descendió hasta cero.

**La liquidez media proporcionada a través de carteras en firme aumentó en 163,4 mm de euros, hasta situarse en 424,0 mm de euros, como consecuencia de la ejecución del APP ampliado.** El incremento de 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 (que aumentó en 135,4 mm de euros, 31,7 mm de euros y 3,7 mm de euros, respectivamente) compensó con creces el descenso resultante del vencimiento de algunos bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisición de bonos garantizados anteriores.

### Exceso de liquidez

**El exceso de liquidez siguió aumentando durante el período de referencia, hasta situarse en una media de 329,2 mm de euros, debido a la ejecución del APP y de las TLTRO.** Este incremento se repartió de forma bastante homogénea entre los dos períodos de mantenimiento, en los que se registraron aumentos de

73,0 mm de euros y 79,2 mm de euros, respectivamente. Mientras que las compras mensuales realizadas en el marco del APP favorecen la continuada tendencia alcista del exceso de liquidez, las variaciones de los factores autónomos podrían contribuir a que se produzcan fluctuaciones significativas en torno a esta tendencia dentro de un período de mantenimiento.

**Los saldos medios diarios en cuenta corriente se incrementaron en 95,8 mm de euros, hasta situarse en 339,4 mm de euros, como consecuencia del mayor**

**Situación de liquidez del Eurosistema**

	22 de abril a 21 de julio	28 de enero a 21 de abril	Cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento
<b>Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)</b>				
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.690,3</b> <b>(+88,7)</b>	<b>1.601,6</b>	<b>1.696,2</b> <b>(+11,0)</b>	<b>1.685,2</b> <b>(+58,0)</b>
Billetes en circulación	1.034,5 <b>(+23,8)</b>	1.010,7	1.042,7 <b>(+15,3)</b>	1.027,4 <b>(+11,5)</b>
Depósitos de las AAPP	85,6 <b>(+19,5)</b>	66,1	96,3 <b>(+19,8)</b>	76,5 <b>(+6,3)</b>
Otros factores autónomos	570,2 <b>(+45,4)</b>	524,8	557,1 <b>(-24,2)</b>	581,3 <b>(+40,3)</b>
<b>Instrumentos de política monetaria</b>				
Cuentas corrientes	339,4 <b>(+95,8)</b>	243,6	381,4 <b>(+78,0)</b>	303,4 <b>(+41,6)</b>
Exigencias de reservas mínimas	111,2 <b>(+0,9)</b>	109,1	112,3 <b>(+1,9)</b>	110,3 <b>(-0,2)</b>
Facilidad de depósito	101,3 <b>(+45,8)</b>	55,5	103,1 <b>(+3,4)</b>	99,7 <b>(+31,1)</b>
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0 <b>(+0,0)</b>	0,0	0,0 <b>(+0,0)</b>	0,0 <b>(+0,0)</b>
<b>Activo - Oferta de liquidez (medias; mm de euros)</b>				
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.193,8</b> <b>(+65,1)</b>	<b>1.128,7</b>	<b>1.183,2</b> <b>(-19,8)</b>	<b>1.203,0</b> <b>(+40,8)</b>
Activos exteriores netos	649,8 <b>(+42,2)</b>	607,6	642,9 <b>(-12,8)</b>	655,7 <b>(+29,8)</b>
Activos netos denominados en euros	544,1 <b>(+22,9)</b>	521,1	540,3 <b>(-7,0)</b>	547,3 <b>(+11,0)</b>
<b>Instrumentos de política monetaria</b>				
Operaciones de mercado abierto	937,2 <b>(+165,3)</b>	771,9	997,5 <b>(+111,9)</b>	885,6 <b>(+90,0)</b>
Operaciones de subasta	513,2 <b>(+2,0)</b>	511,2	525,7 <b>(+23,2)</b>	502,5 <b>(-2,4)</b>
OPF	89,7 <b>(-41,0)</b>	130,7	82,4 <b>(-13,4)</b>	95,9 <b>(-23,0)</b>
Operaciones de financiación con plazo especial	0,0 <b>(+0,0)</b>	0,0	0,0 <b>(+0,0)</b>	0,0 <b>(+0,0)</b>
OFPML a tres meses	90,5 <b>(-6,3)</b>	96,9	83,8 <b>(-12,6)</b>	96,3 <b>(-12,1)</b>
OFPML a tres años	0,0 <b>(-38,6)</b>	38,6	0,0 <b>(+0,0)</b>	0,0 <b>(+0,0)</b>
OFPML con objetivo específico (TLTRO)	333,0 <b>(+87,9)</b>	245,1	359,5 <b>(+49,2)</b>	310,3 <b>(+32,6)</b>
Carteras en firme	424,0 <b>(+163,4)</b>	260,7	471,8 <b>(+88,6)</b>	383,1 <b>(+92,6)</b>
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	24,4 <b>(-2,1)</b>	26,5	23,3 <b>(-2,0)</b>	25,3 <b>(-0,7)</b>
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	11,1 <b>(-0,8)</b>	11,9	10,8 <b>(-0,5)</b>	11,3 <b>(-0,2)</b>
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	87,1 <b>(+31,7)</b>	55,4	95,1 <b>(+14,9)</b>	80,2 <b>(+16,7)</b>
Programa para los mercados de valores	136,6 <b>(-4,5)</b>	141,1	134,6 <b>(-3,7)</b>	138,3 <b>(-2,5)</b>
Programa de compras de bonos de titulización de activos	7,5 <b>(+3,7)</b>	3,8	8,8 <b>(+2,4)</b>	6,4 <b>(+1,7)</b>
Programa de compras de valores públicos	157,4 <b>(+135,4)</b>	22,0	199,1 <b>(+77,5)</b>	121,6 <b>(+77,6)</b>
Facilidad marginal de crédito	0,2 <b>(-0,1)</b>	0,3	0,3 <b>(+0,2)</b>	0,1 <b>(-0,1)</b>
<b>Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)</b>				
Necesidades de liquidez agregadas	606,8 <b>(+24,6)</b>	582,2	622,9 <b>(+29,9)</b>	593,0 <b>(+17,2)</b>
Factores autónomos	496,8 <b>(+23,7)</b>	473,1	513,3 <b>(+30,7)</b>	482,6 <b>(+17,4)</b>
Exceso de liquidez	329,2 <b>(+139,5)</b>	189,7	371,9 <b>(+79,2)</b>	292,7 <b>(+73,0)</b>
<b>Evolución de los tipos de interés (porcentajes)</b>				
OPF	0,05 <b>(+0,00)</b>	0,05	0,05 <b>(+0,00)</b>	0,05 <b>(+0,00)</b>
Facilidad marginal de crédito	0,30 <b>(+0,00)</b>	0,30	0,30 <b>(+0,00)</b>	0,30 <b>(+0,00)</b>
Facilidad de depósito	-0,20 <b>(+0,00)</b>	-0,20	-0,20 <b>(+0,00)</b>	-0,20 <b>(+0,00)</b>
Eonia medio	-0,107 <b>(-0,063)</b>	-0,045	-0,119 <b>(-0,021)</b>	-0,098 <b>(-0,037)</b>

Fuente: BCE.

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

**nivel de exceso de liquidez.** El recurso medio a la facilidad de depósito también siguió aumentando y pasó de 55,5 mm de euros a 101,3 mm de euros. Este aumento, en porcentaje del exceso de liquidez, solo fue ligero, situándose en el 46 %, frente al 42 % del período de referencia anterior.

## Evolución de los tipos de interés

**Como consecuencia del incremento del exceso de liquidez y la creciente aceptación de las operaciones a tipos negativos, los tipos de interés del mercado monetario siguieron cayendo en el período analizado.** El eonia descendió hasta niveles medios del –0,098 % y el –0,119 % en el tercer y cuarto período de mantenimiento, respectivamente, frente al valor medio del –0,045 % registrado en el período de referencia anterior. En el segmento de operaciones con garantías, los tipos de interés a un día se redujeron a niveles próximos al tipo de interés de la facilidad de depósito. En particular, los tipos repo medios a un día del mercado GC Pooling<sup>5</sup> cayeron hasta el –0,18 % y el –0,17 % para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que representa un descenso de 5 y 7 puntos básicos en comparación con el período de referencia anterior.

---

<sup>5</sup> El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

# Recuadro 3

## La utilidad de los datos de las operaciones de TARGET2 para el análisis del mercado monetario a un día sin garantías

**Pese a la importancia de los mercados monetarios, en general no se dispone directamente de información granular sobre operaciones.** Las operaciones a un día se realizan principalmente en mercados no organizados y, al registrarlas, las escasas plataformas de negociación existentes suelen centrarse en determinadas jurisdicciones. Para la zona del euro se recopila información diaria sobre las operaciones de préstamo a un día sin garantías de un panel de entidades de crédito, y la media ponderada de los tipos facilitados por dichas entidades da como resultado el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) como tipo de interés de referencia para el segmento de operaciones a un día sin garantías. No obstante, las contribuciones del panel de entidades no proporcionan información sobre operaciones individuales, sino datos agregados diarios de su actividad crediticia. A partir de mediados de 2016, la recopilación de datos de operaciones del mercado monetario se efectuará de conformidad con el Reglamento sobre presentación de información estadística de los mercados monetarios, con arreglo al que, inicialmente, 53 entidades presentarán información<sup>1</sup>.

**TARGET2 (el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real) constituye una fuente inigualable de información granular sobre el mercado monetario a un día.** Aunque la información sobre las operaciones de préstamo a un día sin garantías no está directamente disponible en TARGET2, es posible obtenerla analizando el conjunto de operaciones que se realizan a través del sistema de pagos para liquidar las dos partes de una operación de préstamo interbancario<sup>2</sup>. Este método lleva tiempo utilizándose en todo el mundo y permite reconstruir partes significativas de la actividad en el mercado monetario a un día sin garantías.

**La amplia cobertura de entidades en TARGET2 proporciona una imagen completa del mercado monetario a un día sin garantías.** Una de las principales ventajas de utilizar datos de TARGET2 para analizar este mercado es el elevado

<sup>1</sup> Véase el Reglamento (UE) nº 1333/2014 del Banco Central Europeo de 26 de noviembre de 2014 relativo a las estadísticas de los mercados monetarios (BCE/2014/48): [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2014\\_359\\_r\\_0006\\_es\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_359_r_0006_es_txt.pdf).

<sup>2</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Using TARGET2 payment data to analyse money market conditions», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2013, o el informe de la Red de investigación sobre estudios macroprudenciales (MaRs, en sus siglas en inglés): <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140623.en.html>.

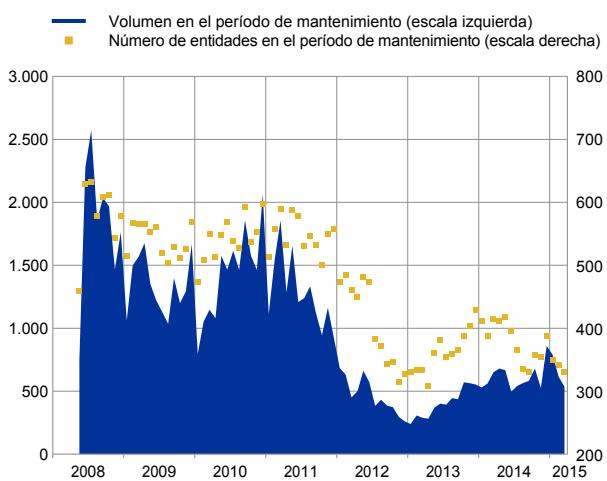
número de entidades de crédito (alrededor de 1.000) que participan en el sistema de pagos<sup>3</sup>. Aunque una pequeña parte de la liquidación en el mercado a un día se realiza a nivel privado fuera de TARGET2, los datos de TARGET2 siguen proporcionando una imagen representativa del mercado a un día en la zona del euro. Así lo pone de manifiesto el hecho de que el importe total de operaciones de préstamo medido a partir de los datos de TARGET2 para el segundo trimestre de 2014 sea prácticamente igual al resultante de la encuesta sobre el mercado monetario de la zona del euro «Euro Money Market Survey» (2 billones de euros)<sup>4</sup>, que recoge las operaciones realizadas fuera de TARGET2, pero incluye un número mucho más reducido de entidades (154).

**Las estadísticas agregadas sobre el mercado monetario a un día sin garantías basadas en datos de TARGET2 confirman algunos aspectos bien conocidos relacionados con la crisis.** Por ejemplo, el importe de las operaciones en el mercado monetario a un día sin garantías se redujo desde un máximo de 2,5 billones de euros por período de mantenimiento de reservas a mediados de 2008 hasta situarse ligeramente por encima de 0,5 billones de euros cuando se liquidó la segunda operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años en marzo de 2012. El número total de entidades activas en el mercado a un día sin garantías en un período de mantenimiento determinado disminuyó de un máximo de unas 600 en agosto de 2008 a alrededor de 330 en junio de 2015 (véase gráfico A). Al mismo tiempo, la evolución de los tipos de interés puso en evidencia tensiones en

**Gráfico A**

Volumen de operaciones en el mercado monetario a un día sin garantías y número de entidades de crédito

(mm de euros; número de entidades de crédito)



Fuentes: TARGET2 y cálculos del BCE.

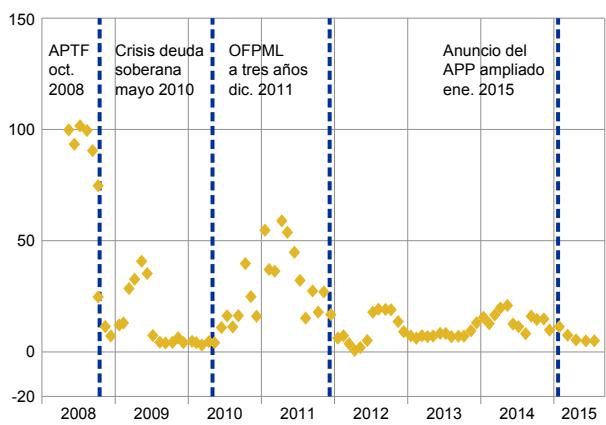
Nota: Las cifras se han calculado por períodos de mantenimiento.

**Gráfico B**

Diferencial medio ponderado del tipo de interés a un día

(puntos básicos)

◆ Tipo ponderado por períodos de mantenimiento



Fuentes: TARGET2 y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras se han calculado por períodos de mantenimiento. Diferencial del tipo a un día con respecto al tipo de la facilidad de depósito. APTF: adjudicación plena a tipo fijo. APP: programa de compra de activos.

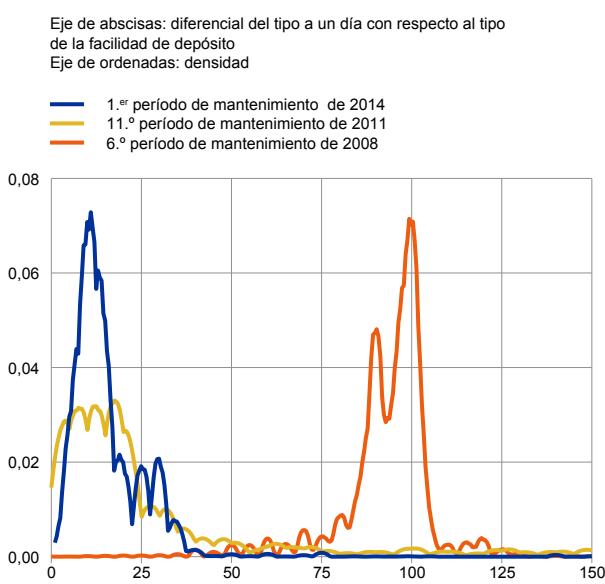
<sup>3</sup> Además, cada operación realizada en TARGET2 incluye los mismos campos e información, lo que permite la realización de comparaciones. Véase el Informe Anual de TARGET 2014: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150601.en.html>.

<sup>4</sup> Véase la encuesta y el informe sobre el mercado monetario de la zona del euro: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/mmss/html/index.en.html>.

el mercado monetario. Por ejemplo, el diferencial medio del tipo de interés al que se remuneraban los fondos del mercado monetario a un día con respecto al tipo de la facilidad de depósito experimentó variaciones significativas en el tiempo. Después de caer hasta alcanzar al tipo de la facilidad del depósito con la introducción del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena y el consiguiente aumento del exceso de liquidez, el diferencial alcanzó niveles elevados ocasionalmente, especialmente durante la crisis de la deuda soberana de la zona del euro que comenzó en la primavera de 2010 (véase gráfico B).

**Gráfico C**  
Distribución del diferencial del tipo a un día en períodos seleccionados

(puntos básicos)



Fuentes: TARGET2 y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras se han calculado por períodos de mantenimiento. Diferencial del tipo a un día con respecto al tipo de la facilidad de depósito.

**Los datos del mercado monetario obtenidos de las operaciones de TARGET2 también proporcionan información sobre la dispersión de los tipos de interés y los volúmenes de operaciones entre entidades.** El gráfico C presenta las densidades de kernel ponderadas por volumen del diferencial entre los tipos de interés a un día y el tipo de la facilidad de depósito en períodos seleccionados. A mediados de 2008, la mayor parte de las operaciones se efectuaban a tipos de interés próximos al tipo de las operaciones principales de financiación (es decir, con un diferencial de 100 puntos básicos) en el contexto del procedimiento de subasta a tipo de interés variable, y en 2011 y 2014 a tipos más próximos al tipo de la facilidad de depósito, lo que se tradujo en un exceso de liquidez resultante del procedimiento de adjudicación plena. No obstante, las densidades también ponen de manifiesto una dispersión considerable de los tipos de interés en diferentes momentos, observándose una banda especialmente amplia con incrementos de los diferenciales a finales de 2011 cuando la crisis de la deuda soberana alcanzó su punto crítico<sup>5</sup>.

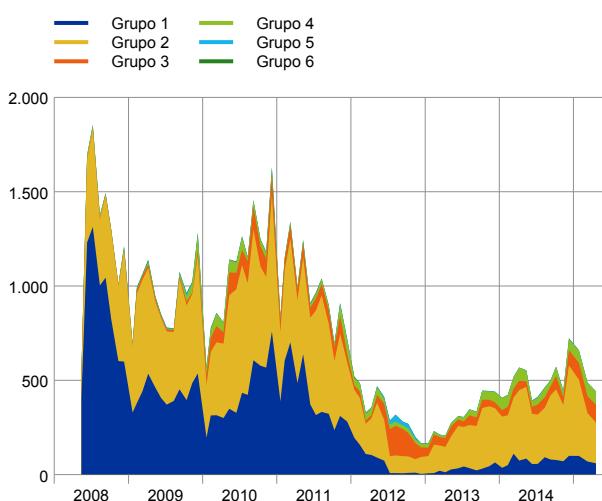
**Los datos sobre operaciones bancarias individuales pueden asociarse a las características de las entidades intervenientes, en aspectos como el tamaño, la ubicación geográfica o el riesgo de crédito, con el fin de conocer mejor la evolución del mercado a un día sin garantías.** Para explicar la dispersión de los tipos de interés, los datos de TARGET2 se asocian a las calificaciones crediticias de las entidades. A tal fin, las calificaciones de cuatro agencias<sup>6</sup> se clasifican en seis grupos de riesgo de crédito partiendo del grupo de menor riesgo (1) hasta el de

<sup>5</sup> Dado que las densidades están ponderadas por volumen y las operaciones con los diferenciales más elevados son relativamente reducidas en términos de volumen, la densidad no capta el nivel total de dispersión de los tipos de interés.

<sup>6</sup> DBRS, Fitch Ratings, Moody's y Standard & Poor's son las cuatro agencias de evaluación externa del crédito (ECAI, en sus siglas en inglés) aceptadas por el Eurosistema.

mayor riesgo (6), como se muestra en el cuadro. Tanto las entidades prestatarias como las prestamistas se asignan a grupos de riesgo de crédito<sup>7</sup>.

**Gráfico D**  
Volumen de endeudamiento a un día por grupo de riesgo de crédito  
(mm de euros)



Fuentes: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's y cálculos del BCE.  
Notas: Las cifras se han calculado a nivel de períodos de mantenimiento.

las entidades con una calificación más baja (Grupos 2 y 3) continuaron tomando en préstamo importes reducidos durante ese período. Si se consideran las mayores necesidades de liquidez de esas entidades, estos importes reducidos reflejan el hecho de que las entidades también tienen otros medios para financiarse, por ejemplo a plazos más largos, en el segmento con garantías del mercado, recurriendo a entidades de contrapartida distintas de entidades de crédito o al Eurosistema. El hecho de que la importancia del mercado con garantías haya aumentado en los últimos años también puede atribuirse, en cierta medida, a una sustitución de las operaciones en el mercado sin garantías<sup>9</sup>.

### La dispersión de los tipos de interés también está determinada por el riesgo de contraparte, registrándose variaciones de los diferenciales en el tiempo

<sup>7</sup> La asignación a un grupo de riesgo de crédito concreto se basa en la disponibilidad de al menos una calificación a largo plazo. Cuando se dispone de dos o más calificaciones, el grupo se determina en función de la media de las calificaciones tras convertirlas a una escala numérica. El número de entidades representadas en cada grupo no es homogéneo, ya que refleja la representatividad de cada grupo en la zona del euro. Con el tiempo, las entidades pueden cambiar de grupo debido a modificaciones de las calificaciones. Véase también el cuadro.

<sup>8</sup> El porcentaje total del volumen total de financiación de las entidades de crédito no incluidas en la muestra es de alrededor del 25 %. Este porcentaje se mantiene relativamente constante en el tiempo, por lo que no introduce sesgos en la muestra.

<sup>9</sup> Véase la encuesta y el informe sobre el mercado monetario de la zona del euro: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/mmss/html/index.en.html>.

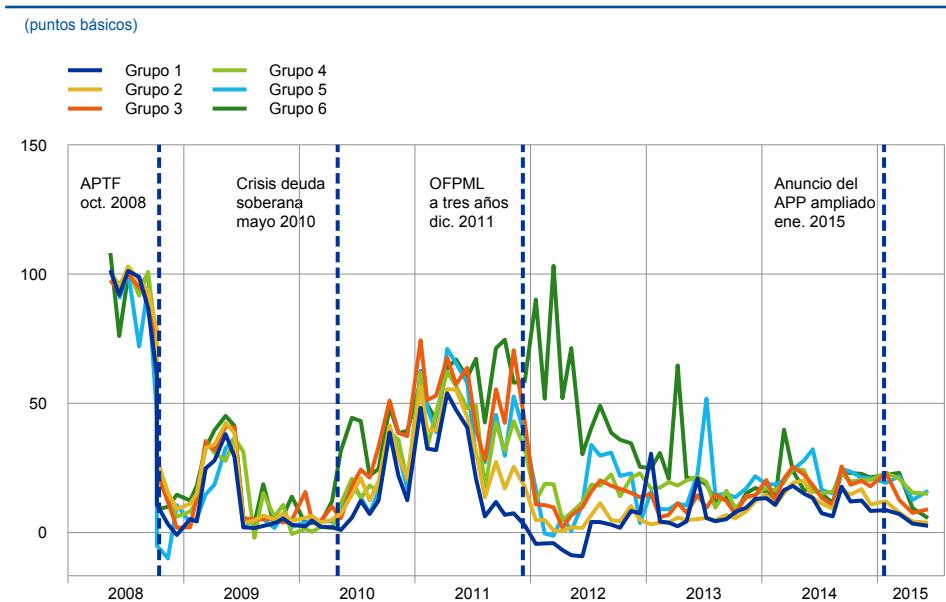
**La asociación de los datos sobre calificaciones crediticias indica que el volumen de negociación está determinado en gran medida por el riesgo de crédito de las entidades prestatarias.** En el gráfico D se presenta una desagregación del volumen total de fondos tomados en préstamo por grupo de riesgo de crédito<sup>8</sup>. Las entidades con la calificación crediticia más alta (Grupo 1) redujeron notablemente su endeudamiento para finales de 2012, al menos por dos importantes motivos. En primer lugar, se sabe que este grupo de entidades que no atravesaron dificultades acumuló mucho exceso de liquidez, y, en consecuencia, tuvo menos necesidades de financiación, pese a tener acceso a los mercados. En segundo lugar, la calificación crediticia de una parte significativa de entidades se rebajó durante la crisis financiera, lo que pudo llevar a que las entidades y sus volúmenes de préstamo se trasladaran a un nuevo grupo de riesgo de crédito. Sin embargo, el cambio de grupo de riesgo no explicaba por sí mismo la reducción del volumen total observado en todas las entidades. Por otra parte,

### entre los distintos grupos de calificación crediticia de las entidades.

El gráfico E presenta los tipos medios ponderados de la financiación obtenida por grupo de riesgo de crédito. Las entidades con calificaciones más bajas suelen pagar intereses más altos, lo que explica parte de la dispersión de los tipos observada en el gráfico C. No obstante, el gráfico E también muestra que la dispersión entre los tipos medios de la financiación obtenida por los grupos de riesgo de crédito durante 2008-2010 y 2014-2015 fue limitada. Esto indica que, en general, las entidades con acceso limitado a los mercados no influyen en los tipos del mercado monetario sin garantías, ya que con frecuencia necesitan obtener liquidez de otras fuentes, como se ha mencionado anteriormente. Únicamente se registraron unos diferenciales considerables de tipos entre los distintos grupos de riesgo de crédito a finales de 2011 y principios de 2012, aunque con respecto a unos volúmenes de financiación reducidos en el caso de los prestatarios de mayor riesgo. En conjunto, solo las entidades con una percepción de calidad determinada lograron obtener financiación en el mercado interbancario sin garantías.

**Gráfico E**

Diferencial de tipos de interés a un día en las operaciones de endeudamiento por grupo de riesgo de crédito



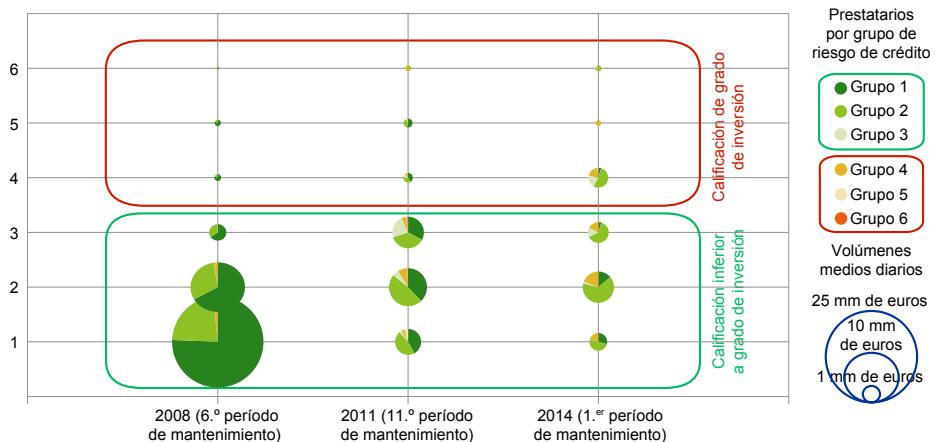
Fuentes: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras se han calculado por períodos de mantenimiento. Diferencial del tipo a un día con respecto al tipo de la facilidad de depósito. APTF: adjudicación plena a tipo fijo. APP: programa de compra de activos.

**Las entidades con calificación de grado de inversión dominan las operaciones de préstamo en los mercados a un día sin garantías.** En el gráfico F se presenta una desagregación detallada de los volúmenes de las operaciones de préstamo y de endeudamiento por grupo de riesgo de crédito, que en comparación con el gráfico D añade información sobre la fuente de financiación en tres períodos de mantenimiento, y muestra que la mayor parte de las operaciones se realizaron entre entidades con la calificación más alta (Grupo 1) en 2008, pero que el volumen se redujo posteriormente porque la demanda de estas entidades desapareció, en un

**Gráfico F**

Volúmenes de concesión y toma de préstamos a un día por grupo de riesgo de crédito



Fuentes: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard &amp; Poor's y cálculos del BCE.

Notas: El tamaño de la burbuja representa los volúmenes medios diarios de operaciones de concesión de préstamos. Los porcentajes de las burbujas representan los préstamos obtenidos por grupo de riesgo de crédito. Las cifras se basan en las operaciones de entidades de contrapartida identificadas en la base de datos de TARGET2 y que disponen de al menos una calificación crediticia externa.

**Cuadro**

## Definición de los grupos de riesgo de crédito

	Clases por agencia de calificación crediticia (a largo plazo)				Califica-ción	Escala de calificaciones crediticias armonizadas del Eurosistema de ECAI
	DBRS	Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's		
Grupo 1	AAA a AA (baja)	AAA a AA-	Aaa a Aa3	AAA a AA-		CQS1
Grupo 2	A (alta) a A (baja)	A+ a A-	A1 a A3	A+ a A-		CQS2
Grupo 3	BBB (alta) a BBB (baja)	BBB+ a BBB-	Baa1 a Baa3	BBB+ a BBB-		CQS3
Grupo 4	BB (alta) a BB (baja)	BB+ a BB-	Ba1 a Ba3	BB+ a BB-	GRADO DE INVERSIÓN	CQS4
Grupo 5	B (alta) a B (baja)	B+ a B-	B1 a B3	B+ a B-		
Grupo 6	CCC (alta) a D	CCC+ a D	Caa1 a D	CCC+ a D		
					INFERIOR A GRADO DE INVERSIÓN	CQS5

Fuentes: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard &amp; Poor's y cálculos del BCE.

NOTAS: CQS (grado de calidad crediticia, en sus siglas en inglés) se refiere a la escala de calificaciones crediticias armonizadas del Eurosistema de ECAI (agencias externas de evaluación del crédito). Véase el recuadro titulado «Eurosysten credit assessment framework for monetary policy operations», Boletín Mensual, BCE, abril de 2014.

contexto de elevados niveles de exceso de liquidez. Sin embargo, la mayor parte de la oferta siguió en manos de las entidades con calificación de grado de inversión, que prestaron importes reducidos a diversas entidades con calificación más baja en 2011 y 2014.

## Recuadro 4

### Publicación de los saldos TARGET

**A partir de este mes, el BCE publicará mensualmente datos sobre los saldos TARGET individuales de los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro<sup>1</sup>.** Estos datos se incluirán en la sección «Statistical Data Warehouse» (SDW) del sitio web del BCE, en el marco de las estadísticas de los balances de las instituciones financieras monetarias<sup>2</sup>. La publicación de los saldos TARGET individuales es parte del compromiso de transparencia del BCE. En este recuadro se recuerda brevemente qué son los saldos TARGET y los factores determinantes de su evolución<sup>3</sup>.

**Los saldos TARGET son activos y pasivos netos de los BCN de la zona del euro frente al BCE. Estos saldos se generan a través de los pagos transfronterizos de los respectivos sectores bancarios nacionales o de los propios BCN que se liquidan en dinero de banco central y se procesan a través de TARGET, la plataforma compartida de liquidación de pagos de la zona del euro<sup>4</sup>.** Cuando una entidad de crédito realiza un pago a otra entidad a través de TARGET, el importe se adeuda en la cuenta de la entidad emisora en su BCN y se abona en la cuenta que la entidad receptora mantiene en su BCN. Si las dos entidades tienen cuentas en el mismo BCN no se produce ningún impacto neto en la cuenta agregada de las entidades en el BCN, y los saldos TARGET de los bancos centrales no se ven afectados. Sin embargo, cuando se trata de una operación transfronteriza, el saldo de la cuenta de la entidad emisora en el BCN disminuye y el de la cuenta de la entidad receptora en el BCN se incrementa. Estas posiciones se saldan contabilizando un pasivo en TARGET en el caso del primer BCN y un activo en TARGET en el del segundo BCN. Los pasivos y activos en TARGET son también resultado de las operaciones transfronterizas que realizan los propios BCN, como la compraventa de valores mantenidos con fines de inversión. Al final de cada día, los activos y pasivos intra-Eurosistema se agregan y se compensan en todo el Eurosistema, lo que da lugar a que cada BCN mantenga un único saldo neto frente al BCE, en forma de saldo positivo o negativo en TARGET. Por su diseño, todos los saldos TARGET (incluido el del BCE) suman en total cero<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> TARGET significa «sistema transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real». El sistema actual se llama TARGET2. Sustituyó totalmente a TARGET en mayo de 2008, aunque, por conveniencia, en este recuadro «TARGET» se refiere a TARGET y a TARGET2.

<sup>2</sup> Los datos se publican el primer día hábil de cada mes, con un desfase de un mes. Para más detalles, véase el apartado «Statistics › Monetary and financial statistics › TARGET balances of participating NCBs», en el sitio web del BCE.

<sup>3</sup> Para más detalles, véase el artículo titulado «TARGET balances and monetary policy operations» *Boletín Mensual*, número 5, BCE, mayo de 2013.

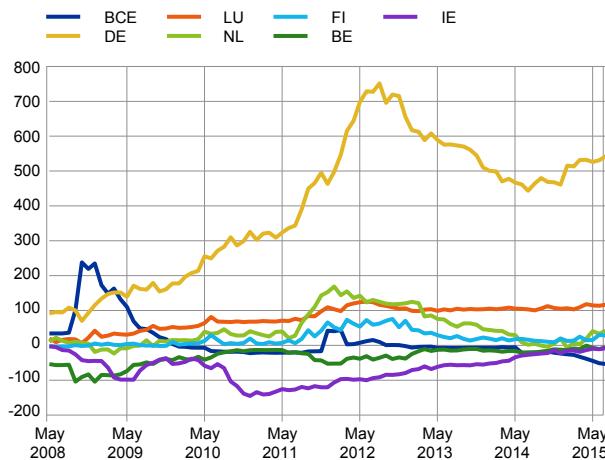
<sup>4</sup> Algunos BCN de países de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro se han incorporado voluntariamente a TARGET. Este recuadro se centra en los países de la zona del euro.

<sup>5</sup> El saldo del BCE en TARGET frente a los BCN como se presenta en el gráfico refleja el resultado neto de los activos y pasivos resultantes de operaciones realizadas directamente por el BCE, por ejemplo en el contexto de los acuerdos de provisión de liquidez (línea swap) en dólares estadounidenses-euros.

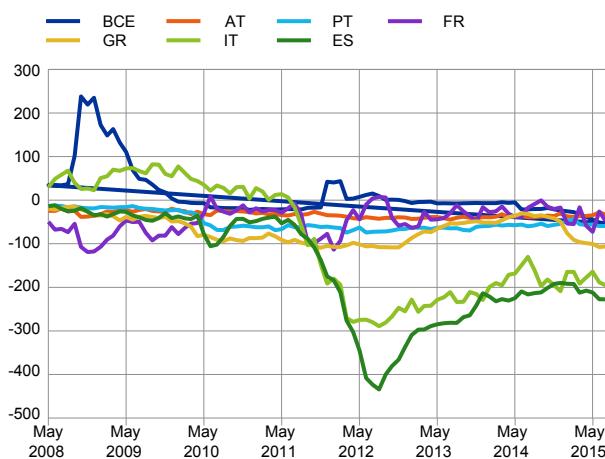
## Gráfico Saldos TARGET

(mm de euros)

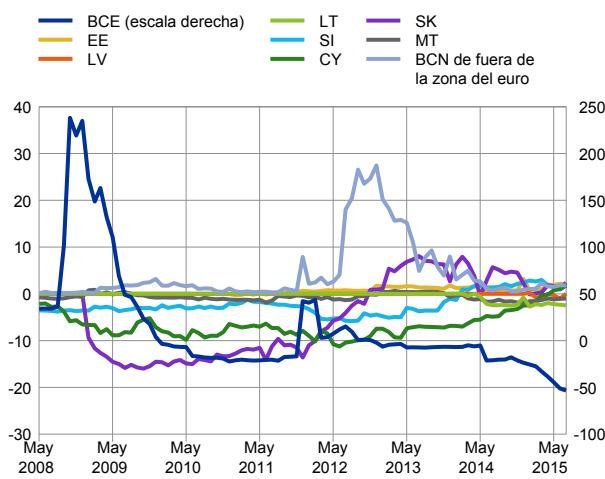
a)



b)



c)



Fuente: BCE.

Nota: «BCN de fuera de la zona del euro» representa los activos de los BCN de países de la UE no pertenecientes a la zona del euro que participan voluntariamente en TARGET. Los BCN incluidos en este grupo varían con el tiempo. A partir de enero de 2015, se refiere a Bulgaria, Dinamarca, Polonia y Rumanía.

**Estos saldos TARGET son un rasgo normal de la instrumentación descentralizada de la política monetaria en la zona del euro.** Reflejan los flujos financieros transfronterizos en la zona del euro que se generan en operaciones financieras transfronterizas realizadas principalmente por el sector privado, como entidades de crédito, empresas o personas físicas, y la consiguiente distribución transfronteriza de la liquidez que proporciona el banco central. Por lo tanto, los activos y pasivos en TARGET de los BCN frente al BCE y del BCE frente a los BCN han existido desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria. De hecho, la suma de todos los activos de los balances de los BCN de la zona del euro era de alrededor de 100 mm de euros hasta mediados de 2007.

**La aparición de abultados saldos TARGET durante la crisis refleja fundamentalmente la distribución de la liquidez del banco central mediante instrumentos distintos del efectivo en el Eurosistema.** El Eurosistema instrumenta su política monetaria de manera descentralizada, y la provisión de liquidez agregada por parte del Eurosistema a través de los BCN corresponde a las necesidades de liquidez agregadas del sector bancario de la zona del euro. La liquidez puede redistribuirse en los sectores bancarios a través del mercado interbancario de la zona del euro. Durante la crisis, las necesidades de liquidez de las entidades de crédito de la zona aumentaron significativamente, observándose una dispersión considerable entre países. Al mismo tiempo, el mercado interbancario se secó, lo que impidió la distribución de la liquidez a través de los mercados privados. Desde el comienzo de la crisis, el Eurosistema satisfizo las necesidades de liquidez del sector bancario de la zona del euro proporcionando abundante liquidez adicional a través de sus operaciones de financiación. Desde octubre de 2008, el Eurosistema ha atendido plenamente la demanda de las entidades de liquidez del banco central en subastas con adjudicación plena a tipo de interés fijo sujetas a la disponibilidad de activos de garantía admitidos.

**El significativo aumento del recurso a la financiación proporcionada por el banco central**

**durante la crisis y su desigual distribución por países se asociaron al correspondiente incremento de los activos y pasivos en TARGET.** Estos activos y pasivos aumentaron hasta finales de 2012 (véase gráfico), como consecuencia de que las entidades de algunos países registraron flujos netos de salida de pagos y tuvieron un acceso limitado a los mercados de financiación a corto plazo, mientras que las entidades de otros países se beneficiaron de cuantiosas entradas de flujos financieros. Posteriormente, cuando las condiciones de financiación en los mercados mejoraron gradualmente y las entidades recurrieron menos a las operaciones de financiación del Eurosistema, los saldos TARGET de los bancos centrales disminuyeron, en general, en términos absolutos. Estos saldos volvieron a incrementarse ligeramente a finales de 2014. En parte, esto fue reflejo de una participación relativamente mayor de entidades de determinados países con pasivos en TARGET en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) que empezaron a realizarse en junio de 2014, ya que estas operaciones generalmente resultaban más atractivas para estas entidades de contrapartida. El programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) que se inició en marzo de 2015 puede influir en los saldos TARGET cuando la parte compradora y la vendedora operan en jurisdicciones diferentes, lo que podría explicar la evolución más reciente.

**Es necesario interpretar con cautela los saldos TARGET en un sistema financiero integrado como la zona del euro.** Por ejemplo, estos saldos también reflejan transferencias de efectivo de grandes grupos bancarios transfronterizos en caso de que las necesidades de dinero de banco central del grupo se gestionen centralizadamente con un BCN y luego se redistribuyan entre las entidades del grupo a través de TARGET. Estos saldos también reflejan flujos de pagos de participantes remotos<sup>6</sup>. Entre otros factores que ponen en evidencia la necesidad de interpretar estos saldos con cautela se incluyen las distintas preferencias de los países de la zona del euro en lo que respecta a los billetes que mantienen y el acceso a los instrumentos de política monetaria del Eurosistema de entidades de crédito no pertenecientes al Espacio Económico Europeo a través de filiales en un país conectado a TARGET<sup>7</sup>. Además, las adquisiciones transfronterizas de valores realizadas en el contexto del APP pueden influir en los saldos TARGET, pero no señalan la existencia de tensiones financieras. Por lo tanto, los saldos TARGET de los bancos centrales frente al BCE no proporcionan ni pretenden proporcionar una imagen completa de los flujos financieros netos entre países.

<sup>6</sup> Una entidad establecida en un país del Espacio Económico Europeo pero que no participa en TARGET (por ejemplo, una entidad de crédito ubicada en el Reino Unido) puede abrir una cuenta en otro BCN de su elección que participe en TARGET.

<sup>7</sup> En el recuadro titulado «Saldos en TARGET2 de los bancos centrales nacionales de la zona del euro», *Boletín Mensual*, número 10, BCE, octubre de 2011, se proporciona más información a este respecto.

# Recuadro 5

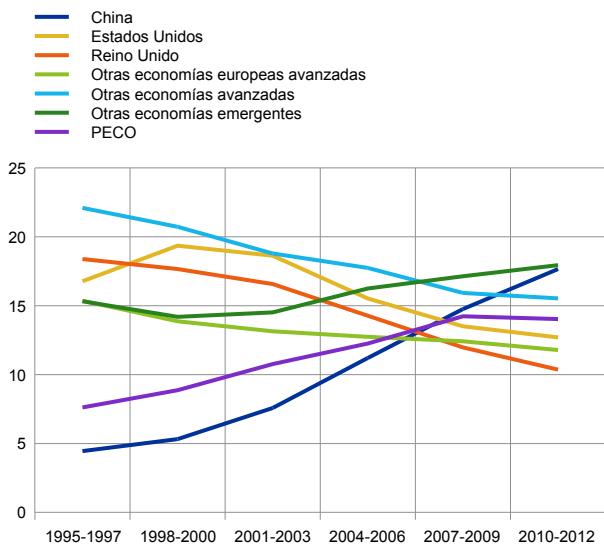
## La revisión de las ponderaciones por el comercio exterior de los tipos de cambio efectivos del euro refleja la creciente importancia de las economías emergentes

**El BCE ha actualizado recientemente las ponderaciones por el comercio exterior utilizadas en el cálculo de los tipos de cambio efectivos (TCE) del euro.** Este ejercicio se realiza cada tres años a fin de captar oportunamente las variaciones a medio plazo en el patrón del comercio de manufacturas de la zona del euro<sup>1</sup>. En el ejercicio más reciente, realizado en agosto de 2015, se añadieron a la serie las ponderaciones medias por el comercio exterior correspondientes al período de tres años comprendido entre 2010 y 2012,

### Gráfico A

Evolución de las ponderaciones por el comercio exterior del grupo de socios comerciales TCE-38

(porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: La rúbrica «Otras economías europeas avanzadas» incluye Dinamarca, Noruega, Suecia y Suiza; «Otras economías avanzadas» comprende Australia, Canadá, Corea, Hong Kong, Islandia, Israel, Japón, Nueva Zelanda, Singapur y Taiwán; «PECO» incluye Bulgaria, Croacia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía, y «Otras economías emergentes» incluye Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Marruecos, México, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Venezuela.

y se actualizaron las ponderaciones relativas a los períodos anteriores (de 1995 a 2009) para reflejar los datos revisados sobre el comercio exterior.

**Las series actualizadas y revisadas muestran un aumento sostenido de la importancia de las economías emergentes, en particular China, como socios comerciales de la zona del euro (véanse el gráfico A y el cuadro).** El peso de China en una cesta integrada por los 38 socios comerciales más importantes de la zona del euro (el grupo denominado TCE-38), que se situaba en torno al 4 % en el período comprendido entre 1995 y 1997, aumentó aún más, desde alrededor del 15 % en el período 2007-2009 hasta cerca del 18 % en el período 2010-2012. También aumentó la importancia de otras economías emergentes como socios comerciales de la zona del euro, aunque a un ritmo más moderado, siendo Turquía, Rusia e Indonesia las que registraron los mayores aumentos. Por el contrario, las ponderaciones por el comercio exterior de las economías avanzadas en el TCE-38 se redujeron en el mismo período. En 1995, los dos principales socios comerciales de la zona

<sup>1</sup> Véase un resumen de la metodología utilizada para calcular los TCE de la zona del euro en M. Schmitz, M. de Clercq, M. Fidora, B. Lauro y C. Pinheiro, «Revisiting the effective exchange rates of the euro», *Occasional Paper Series*, n.º 134, BCE, 2012.

### Ponderaciones por el comercio exterior del grupo de socios comerciales TCE-38

(porcentaje)

País	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2009	2010-2012	Variación 2010-2012 frente a 1995-1997
China	4,4	5,3	7,6	11,2	14,8	17,7	13,2
Estados Unidos	16,8	19,4	18,7	15,5	13,5	12,7	-4,1
Reino Unido	18,4	17,7	16,6	14,3	12,0	10,3	-8,1
Suiza	6,7	6,0	5,8	5,4	5,3	5,5	-1,2
Japón	9,6	8,8	7,6	6,7	5,7	5,3	-4,3
Polonia	2,4	2,8	3,3	4,0	5,0	5,1	2,7
República Checa	2,2	2,4	3,0	3,4	4,1	4,1	1,9
Suecia	4,8	4,4	3,9	4,1	3,9	3,6	-1,2
Rusia	2,5	1,8	2,2	3,0	3,5	3,5	1,0
Turquía	2,2	2,2	2,3	3,0	3,1	3,3	1,1
Corea	2,9	2,7	2,8	3,2	3,2	3,2	0,3
Indonesia	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	2,4	1,0
Hungría	1,5	2,2	2,5	2,6	2,5	2,3	0,7
Dinamarca	2,6	2,3	2,3	2,2	2,1	1,7	-0,9
Rumanía	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6	1,7	1,0
Taiwán	2,3	2,4	2,1	1,8	1,5	1,5	-0,8
Brasil	1,5	1,4	1,2	1,2	1,4	1,4	-0,1
Hong Kong	2,0	1,7	1,5	1,5	1,3	1,4	-0,6
México	0,9	1,2	1,3	1,2	1,2	1,3	0,5
Singapur	1,8	1,6	1,4	1,4	1,2	1,3	-0,6
Canadá	1,5	1,6	1,6	1,4	1,3	1,2	-0,3
Tailandia	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	-0,1
Malasia	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	-0,2
Sudáfrica	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	1,0	0,0
Noruega	1,3	1,2	1,0	1,1	1,1	1,0	-0,3
Australia	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0
India	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	-0,3
Israel	1,1	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	-0,4
Marruecos	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,0
Bulgaria	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,2
Chile	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,1
Argelia	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,1
Argentina	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	-0,2
Croacia	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	-0,2
Filipinas	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,1
Venezuela	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,1
Nueva Zelanda	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Islandia	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>0,0</b>

Fuente: BCE.

Nota: Los países se enumeran en el orden correspondiente a su ponderación por el comercio exterior durante el período 2010-2012.

del euro eran el Reino Unido y Estados Unidos, con ponderaciones de alrededor del 18 % y del 17 %, respectivamente. En 2012, esos porcentajes habían descendido hasta situarse en torno al 10 % y al 13 %, respectivamente.

**La importancia de los países de Europa Central y Oriental (PECO) en el comercio exterior de la zona del euro también ha aumentado en consonancia con su creciente integración en Europa.** Desde el período comprendido entre 1995 y 1997, el peso combinado de estas economías ha aumentado, por ejemplo, por encima del de Estados Unidos y el Reino Unido, aunque se mantuvo estable en el período de referencia 2010-2012, en el 14 % del TCE-38, como consecuencia de la reducción de los intercambios comerciales entre los países de Europa durante ese período. En particular, los PECO tenían un peso del 18 % en las importaciones de manufacturas de la zona del euro, es decir, ocupaban el segundo más alto

después de China, lo que refleja su papel crucial en la contribución paneuropea a las cadenas de valor globales.

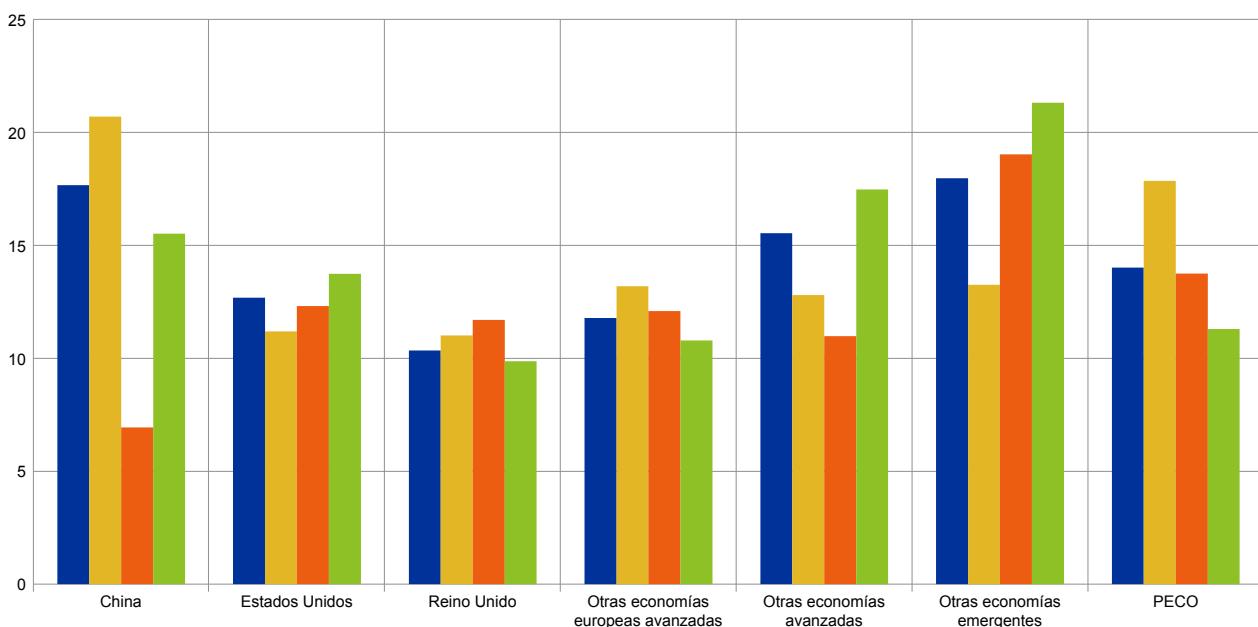
**La posición de China como principal socio comercial de la zona del euro se debe, principalmente, a su importancia en las importaciones y en la competencia en terceros mercados (véase gráfico B).** China se ha convertido en la principal fuente de importaciones de manufacturas de la zona del euro, con una participación del 21 % en el período comprendido entre 2010 y 2012. En lo tocante a las exportaciones, para tener en cuenta también la competencia de los exportadores con base en terceros mercados a la que tienen que hacer frente las empresas de la zona del euro en los mercados extranjeros, las ponderaciones totales por el comercio exterior se ajustan mediante el método de «doble ponderación». En particular, debido a la importancia de China y de otras economías avanzadas y emergentes como competidores de los exportadores de la zona del euro, este ajuste se traduce en un notable incremento de sus ponderaciones por el comercio exterior por encima de los niveles que implican los vínculos de exportación directos. En el caso de China, la «doble ponderación» de las exportaciones ascendió a un 16 %, frente a una ponderación simple del 7 % en el período comprendido entre 2010 y 2012.

#### Gráfico B

Comparación de las ponderaciones por el comercio exterior del grupo de socios comerciales TCE-38, 2010-2012

(porcentaje)

- Ponderación total
- Ponderación por las importaciones
- Ponderación simple por las exportaciones
- Ponderación doble por las exportaciones



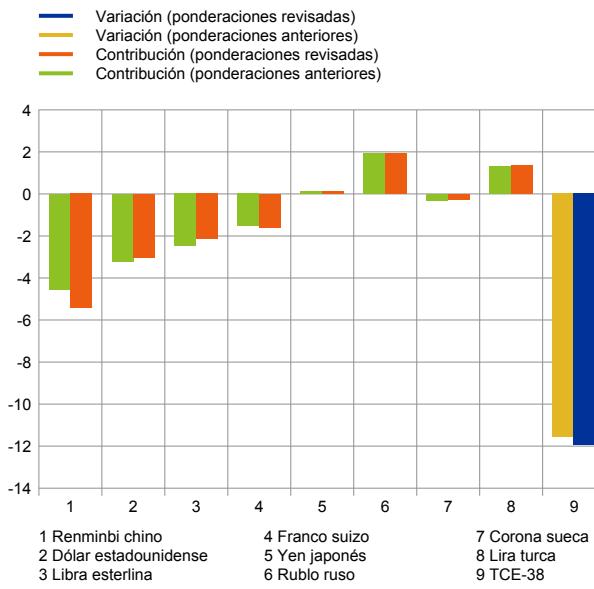
Fuente: BCE.

Notas: Las ponderaciones simples por las exportaciones corresponden a la participación de cada país o grupo de países en las exportaciones de manufacturas de la zona del euro. Las ponderaciones dobles por las exportaciones recogen la competencia de los productores nacionales y de los exportadores de terceros países a la que tienen que hacer frente los exportadores de la zona del euro en los mercados extranjeros.

Utilizando el sistema de ponderaciones actualizado se observa que la depreciación del euro —en términos efectivos tanto reales como nominales— desde 2010 fue ligeramente más pronunciada de lo que se había indicado anteriormente. Entre comienzos de 2010 y finales de julio de 2015, el TCE nominal diario actualizado del euro frente al grupo de socios comerciales del TCE-38 se depreció un 12% en comparación con el 11,6% tomando como base el indicador anterior. La revisión se debió, principalmente, al mayor peso en el comercio internacional del renminbi chino (véase gráfico C). La mejora de la competitividad precio de la zona del euro desde comienzos de 2010, reflejada en la depreciación real del euro, también fue algo más significativa si se toman como base los indicadores actualizados. Desde principios de 2010 hasta junio de 2015, el TCE-38 real actualizado, deflactado por el IPC, descendió un 16,1%, mientras que el índice anterior se redujo un 15,3% (véase gráfico D).

**Gráfico C**  
Contribuciones a la variación del TCE-38 nominal  
desde 2010

(porcentaje, puntos porcentuales)



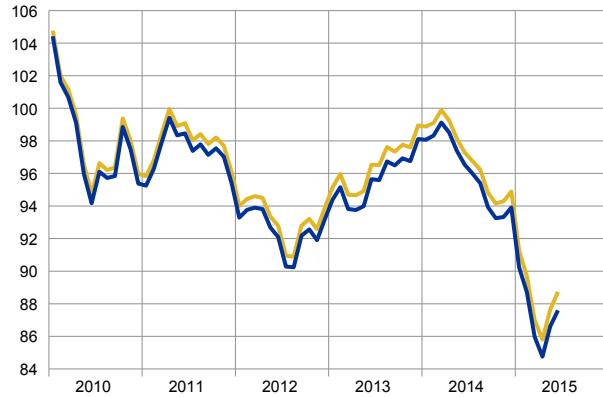
Fuente BCE.

Nota: Un valor negativo indica una depreciación del euro, mientras que un valor positivo indica una apreciación de la moneda única. El gráfico abarca el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2010 y el 31 de julio de 2015.

**Gráfico D**  
TCE-38 real, anterior y revisado

(deflactado por el IPC; índice I 1999 = 100)

TCE-38 real revisado  
TCE-38 real anterior



Fuente BCE.

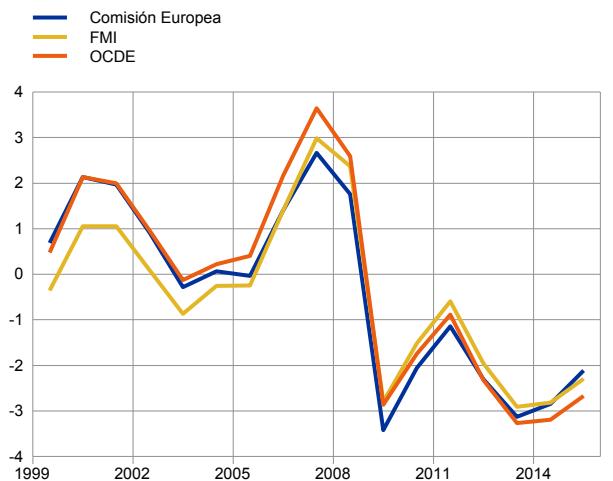
Nota: Un movimiento a la baja indica una depreciación del euro, mientras que un movimiento al alza indica una apreciación de la moneda única.

# Recuadro 6

## Una medida de la holgura de la economía de la zona del euro basada en encuestas de opinión

**Las medidas de holgura de la economía, como la brecha de producción, son un importante elemento del análisis de política económica, ya que representan la interacción entre la demanda y la oferta.** Sin embargo, la holgura de la economía no es observable y debe estimarse. De hecho, las estimaciones de la holgura están sujetas a una incertidumbre elevada, suelen revisarse y, por consiguiente, deben interpretarse con cautela<sup>1</sup>. En este recuadro se presenta una herramienta que utiliza la información sobre la demanda obtenida de los indicadores de opinión disponibles, con el fin de estimar el grado de holgura de la economía. La medida que se describe suele revisarse con menos frecuencia, y por ello puede servir de complemento de las estimaciones de la brecha de producción de los modelos estructurales.

**Gráfico A**  
Estimaciones de la brecha de producción de la zona del euro  
(distribución porcentual del producto potencial)



Fuentes: Previsiones económicas de primavera de 2015 de la Comisión Europea, Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril de 2015 y Perspectivas Económicas de la OCDE de mayo de 2015.

**Existen varios métodos para determinar el grado de holgura de la economía.** Las estimaciones de la holgura de la economía basadas en una función de producción tienen la ventaja de que son acordes con la teoría económica y pueden explicar la evolución del producto potencial a través de sus componentes (trabajo, capital y productividad total de los factores). La Comisión Europea<sup>2</sup> y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)<sup>3</sup> realizan estimaciones de este tipo, mientras que el Fondo Monetario Internacional (FMI) utiliza métodos diferentes en función del país considerado. En el gráfico A se presentan las estimaciones recientes de estas instituciones para la zona del euro. Se calcula que la brecha de producción de la zona del euro se situará entre el -2,1% y el -2,7% en 2015, lo que sugiere la persistencia de un grado considerable de holgura. No obstante, un inconveniente de estas estimaciones es que suelen ser objeto de revisiones

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Evidencia reciente sobre la incertidumbre en torno a las estimaciones en tiempo real de la brecha de producción de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2011.

<sup>2</sup> Véase K. Havik *et al.*, «The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps», *European Economy – Economic Papers*, n.º 535, Comisión Europea, noviembre de 2014.

<sup>3</sup> Véase P. O. Beffy *et al.*, «New OECD methods for supply-side and medium-term assessment: a capital services approach», *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 482, OCDE, julio de 2006.

sustanciales, debido a modificaciones de los datos, de los parámetros y de la configuración de los modelos<sup>4</sup>.

**Para determinar el grado de holgura, los analistas también recurren a encuestas como la relativa a la utilización de la capacidad productiva en el sector de manufacturas, o a la percepción del grado de insuficiencia de la demanda como factor limitador para las empresas.** La ventaja de estas encuestas radica en que se revisan con menos frecuencia, por lo que dan mejores resultados en tiempo real, y son conocidas por identificar mejor los puntos de inflexión del ciclo. Asimismo, los indicadores de opinión se publican poco después del período de referencia. Sin embargo, las medidas basadas en encuestas al sector de manufacturas captan menos de una quinta parte de la economía y no tienen en cuenta la evolución de la holgura en el mercado de trabajo. Las encuestas sobre la utilización de la capacidad productiva o la insuficiencia de la demanda en las manufacturas indican que, a mediados de 2015, la holgura de la economía de la zona del euro estaba próxima a su media histórica (véase gráfico B).

**Gráfico B**

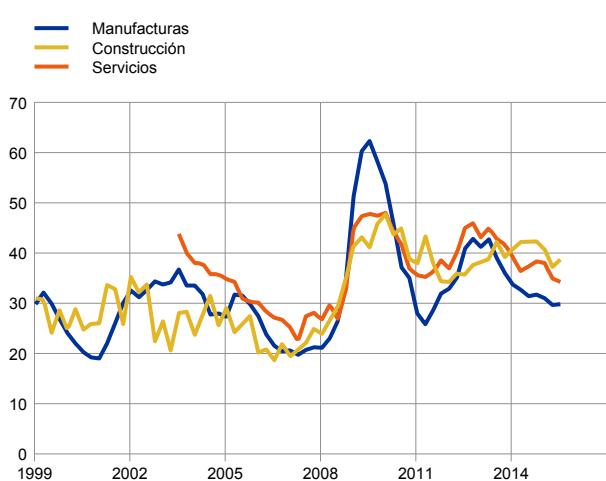
Utilización de la capacidad productiva y demanda como factores limitadores de la producción en las manufacturas  
(desviaciones de la media histórica en puntos porcentuales)



Fuente: Comisión Europea.

**Gráfico C**

Insuficiencia de la demanda como factor limitador de la producción  
(distribución porcentual del total de respuestas)



Fuente: Comisión Europea.

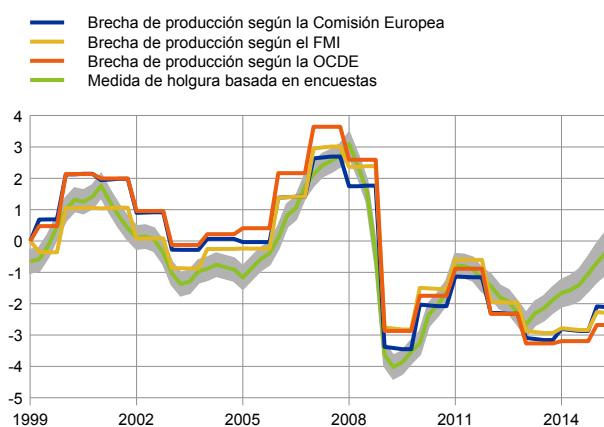
**Una nueva medida de la holgura basada en encuestas asocia los resultados de la encuesta sobre «factores limitadores de la producción» de la Comisión Europea a la evolución del PIB.** En esta encuesta se pregunta a las empresas sobre los principales factores que limitan su producción en ese momento. La respuesta «la insuficiencia de la demanda limita la producción» fue seleccionada como indicador de holgura para el modelo. El indicador de opinión, que combina información sobre los sectores de manufacturas, construcción y servicios, cuando

<sup>4</sup> Sobre las revisiones y la incertidumbre de las estimaciones de instituciones internacionales, véase la sección 2.2 de R. Anderton *et al.*, «Potential output from a euro area perspective», *Occasional Paper Series*, n.º 156, BCE, noviembre de 2014.

está disponible (véase gráfico C), se utiliza en un modelo bivariante de componentes no observables. En el modelo, el producto real es igual a la suma del producto tendencial (no observable) y la medida de la holgura. La tasa de crecimiento del producto tendencial se modeliza como un paseo aleatorio, y la holgura se determina a partir de la evolución del indicador de opinión agregado.

#### Gráfico D Holgura en la zona del euro

(desviación respecto a la tendencia en puntos porcentuales)



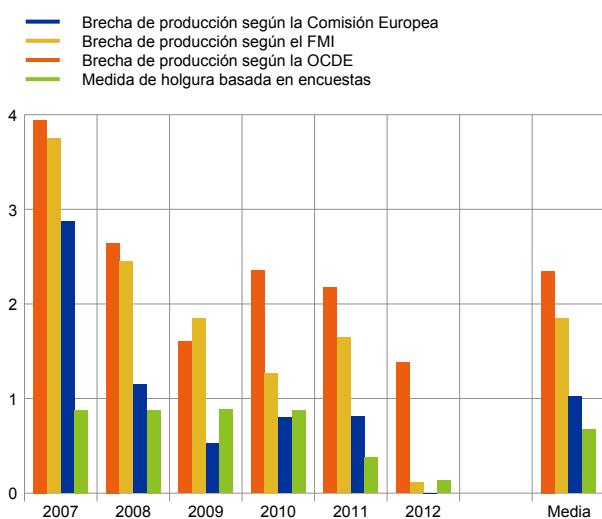
Fuentes: Cálculos de los expertos del BCE, previsiones económicas de primavera de 2015 de la Comisión Europea, Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril de 2015 y Perspectivas Económicas de la OCDE de mayo de 2015.

Nota: La zona sombreada en gris representa una banda de incertidumbre con una desviación típica de  $\pm 2$  en torno a la medida basada en encuestas.

**Durante la mayor parte del período transcurrido desde 1999, la medida basada en encuestas muestra una estimación del grado de holgura de la economía similar a las de las estimaciones más recientes de la Comisión Europea, la OCDE y el FMI.** Sin embargo, según la medida basada en encuestas, el grado de holgura en el período 2014-2015 está disminuyendo relativamente rápido. En consecuencia, de acuerdo con esta medida, el grado de holgura actual es inferior al de las estimaciones de instituciones internacionales (véase gráfico D). Dado que la medida basada en encuestas extrae información de las valoraciones de las empresas en relación con la pregunta sobre la insuficiencia de la demanda como factor que limita su producción, la reducción de la holgura podría sugerir que, desde 2014, el crecimiento de la zona del euro refleja una mejora de las condiciones de demanda, más que de las de oferta.

#### Gráfico E Revisões de las estimaciones de la holgura

(puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE, Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.

**La pregunta de la encuesta sobre «insuficiencia de la demanda como factor limitador de la producción» ayuda a confirmar la evolución de la holgura en el modelo, lo que también se traduce en revisiones menores.** Las estimaciones recursivas muestran que, durante la mayor parte del período 2000-2014, la medida basada en encuestas genera menos diferencias entre las estimaciones casi a tiempo real y las estimaciones *ex post* que las estimaciones de la brecha de producción de instituciones internacionales. El uso de series de datos del PIB para crear estimaciones en tiempo real muestra que, para el período de mayor volatilidad (2007-2012), las revisiones son menores para la medida (anualizada) basada en encuestas, aumentando ligeramente en el caso de la estimación de la brecha de producción de la Comisión Europea. Las mayores revisiones son las observadas para las estimaciones de la OCDE y el FMI (véase gráfico E).

**En general, la medida de la holgura basada en encuestas indica que el grado de holgura de la economía de la zona del euro en 2015 es inferior a las estimaciones publicadas por instituciones internacionales.** Aunque la medida de la holgura resultante de las encuestas está sujeta a incertidumbre y no puede descomponerse en la evolución de sus componentes, trabajo, capital y productividad total de los factores, tiende a ser revisada con menos frecuencia. Por lo tanto, conviene utilizar estas medidas para complementar las estimaciones de la brecha de producción de modelos basados en una función de producción.

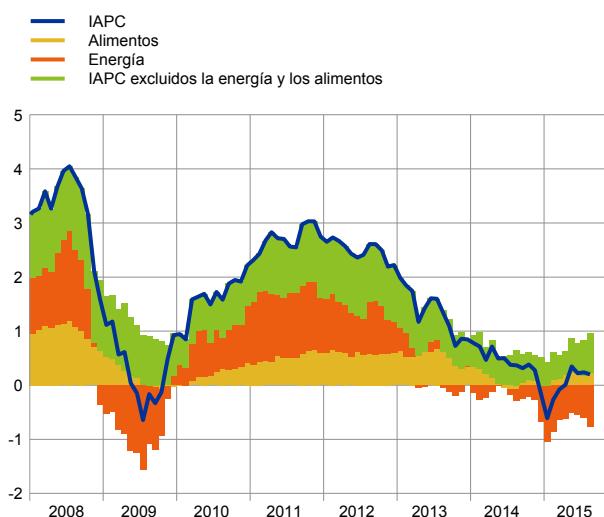
## Recuadro 7

### Evolución reciente de los precios de los alimentos en la zona del euro

**Gráfico A**

Contribución de la evolución de los precios de los alimentos a la inflación medida por el IAPC

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2015 (estimaciones preliminares).

**La evolución de los precios de los alimentos ha reforzado el patrón de la inflación de la zona del euro impulsada por los precios de la energía en los últimos trimestres.** Esta evolución es patente tanto en la menor contribución de los precios de los alimentos a la inflación en 2014 como en su aumento durante los primeros meses de 2015 (véase gráfico A), con un patrón de descenso y recuperación visible en los precios de los alimentos, tanto elaborados como no elaborados. Dado que el avance de los precios de los alimentos puede experimentar una variabilidad considerable, en este recuadro se examinan los factores que explican su reciente evolución para poder entender mejor el repunte.

**Los recientes movimientos de los precios de los alimentos no elaborados se explican, en gran medida, por la evolución de los precios de las frutas, legumbres y hortalizas.** Estos representan la mayor parte del descenso de la tasa de variación interanual (que pasó de aproximadamente el 5% a mediados de 2013 a un mínimo histórico de casi el -3% a mediados de 2014) y el grueso del repunte a tasas de avance positivas (de alrededor del 2% a mediados de 2015; véase gráfico B). Los factores estacionales suelen desempeñar un papel importante. La caída de los precios de las frutas, legumbres y hortalizas a principios de 2014 refleja sobre todo las suaves temperaturas del invierno de 2013-2014 junto con la corrección de anteriores impactos al alza derivados de las adversas condiciones meteorológicas. La recuperación de tasas de avance interanual positivas en la primera mitad de 2015 refleja, así pues, tanto la evolución relativamente contenida de los precios durante el año anterior como unas variaciones de los precios relativamente acusadas en 2015 (véase gráfico C).

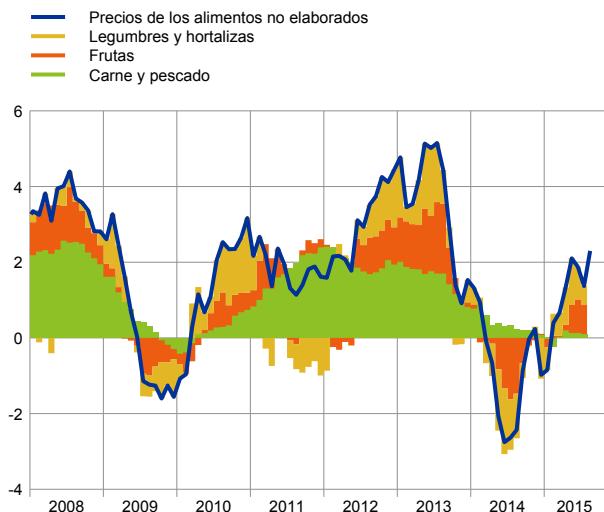
mediados de 2013 a un mínimo histórico de casi el -3% a mediados de 2014) y el grueso del repunte a tasas de avance positivas (de alrededor del 2% a mediados de 2015; véase gráfico B). Los factores estacionales suelen desempeñar un papel importante. La caída de los precios de las frutas, legumbres y hortalizas a principios de 2014 refleja sobre todo las suaves temperaturas del invierno de 2013-2014 junto con la corrección de anteriores impactos al alza derivados de las adversas condiciones meteorológicas. La recuperación de tasas de avance interanual positivas en la primera mitad de 2015 refleja, así pues, tanto la evolución relativamente contenida de los precios durante el año anterior como unas variaciones de los precios relativamente acusadas en 2015 (véase gráfico C).

**Las recientes variaciones de los precios de los alimentos elaborados obedecen a diferentes factores.** En primer lugar, el giro al alza de principios de 2015 refleja en parte una contribución algo mayor de los precios del tabaco, que suelen estar sujetos al impacto de medidas fiscales (véase gráfico D). En segundo lugar, al igual que los precios de la energía, los precios de los alimentos elaborados pueden estar muy influenciados por la evolución de los precios internacionales de

### Gráfico B

#### Variación de los precios de los alimentos no elaborados

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



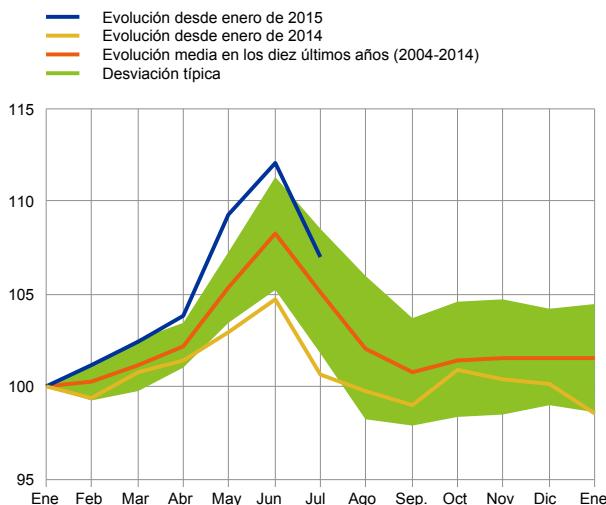
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Aún no se dispone del desglose de las observaciones más recientes, que corresponden a agosto de 2015 (estimaciones preliminares).

### Gráfico C

#### Patrón intraanual de los precios de las frutas, legumbres y hortalizas en la zona del euro

(índice: enero = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

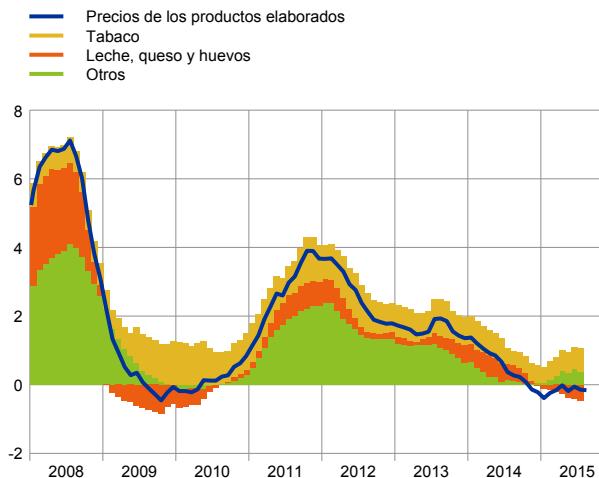
Nota: Las zonas sombreadas indican una desviación estándar +/- 1 en los niveles del índice para cada mes con respecto a su nivel de enero del año anterior en el período comprendido entre 2004 y 2014.

las materias primas. Sin embargo, en el caso de la zona del euro, son los precios en el mercado interior de la UE medidos por los precios agrícolas en origen, más que los precios internacionales de las materias primas, los que suelen afectar más a la transmisión a los precios de consumo de los alimentos. Tanto los precios internacionales de los alimentos como los precios en el mercado interior de la UE (véase gráfico E) han disminuido desde 2014 y han mostrado algunos signos preliminares de estabilización a principios de 2015. La presión a la baja sobre los precios de las materias primas y sobre los precios de los alimentos elaborados sigue procediendo, en concreto, de los respectivos componentes de lácteos, que actualmente están sujetos también a influencias especiales. Salvo que se registren nuevos descensos de los precios de las materias primas, la desaparición progresiva de estos factores debería hacer que el repunte de los precios de los alimentos elaborados fuera más sostenido.

**Un factor especial que afecta actualmente a la variación de los precios de los alimentos (tanto elaborados como no elaborados) es la prohibición de Rusia a las importaciones procedentes de la Unión Europea.** La prohibición de Rusia entró en vigor a mediados de 2014 y puede haber impedido que la recuperación de los precios de los alimentos fuera más acusada. De hecho, la evidencia anecdotica en ese momento apuntaba a un impacto negativo sobre los precios de los alimentos no elaborados, como las manzanas, y de los alimentos elaborados, como los productos lácteos. Sin embargo, la Comisión Europea respondió poniendo en marcha medidas de apoyo a las frutas y hortalizas perecederas, que pueden haber mitigado la presión a la baja sobre los precios derivada del exceso de oferta de dichos

#### Gráfico D Variación de los precios de los alimentos elaborados

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

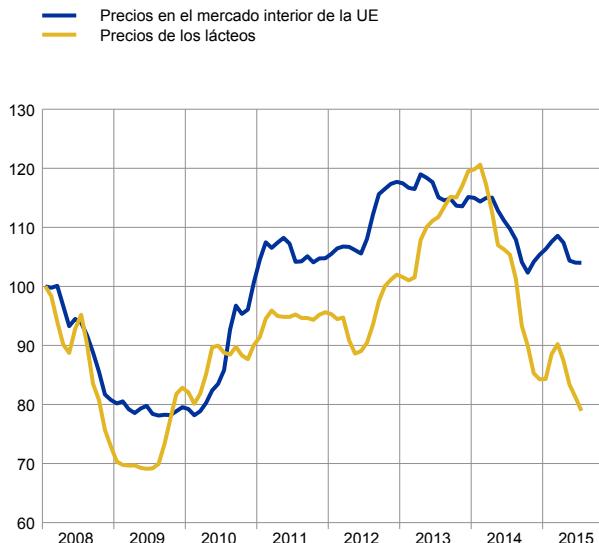


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Aún no se dispone del desglose de las observaciones más recientes, que corresponden a agosto de 2015 (estimaciones preliminares).

#### Gráfico E Evolución de los precios en el mercado interior de la UE

(EUR; índice: enero 2008 = 100; datos sin desestacionalizar)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2015.

productos<sup>1</sup>. Con la extensión del embargo ruso y las medidas de apoyo para mitigarlo, estos factores seguirán conteniendo los precios de los alimentos elaborados.

**La expiración de las cuotas de producción lechera de la UE en marzo de 2015 es un factor especial que ha afectado a los precios de los productos lácteos en particular.** Durante los últimos años, en previsión de la abolición de estas cuotas, los ganaderos de la UE aumentaron su producción láctea para los mercados de exportación mundiales y, en consecuencia, incrementaron su exposición a cambios en la demanda mundial. Actualmente, la mayor competencia y el exceso de oferta a raíz de la caída de la demanda procedente de Rusia y de algunas economías emergentes están afectando a los precios. Si no se recupera la demanda mundial, es posible que la desaparición de parte de la presión a la baja sobre las tasas de avance de los precios de los alimentos sea solo gradual.

**En conjunto, el aumento de los precios de los alimentos contribuyó al repunte de la inflación a principios de 2015 favorecido por efectos de base significativos.** No obstante, la tasa de avance de los precios de los alimentos se mantiene bastante baja en términos históricos. Determinados factores especiales, como la prohibición de Rusia a las importaciones de alimentos de la UE, el exceso de oferta de productos lácteos como consecuencia de la abolición de las cuotas lácteas y una demanda mundial inferior a lo previsto, están limitando el incremento de los precios de los alimentos en la actualidad.

<sup>1</sup> A principios de agosto de 2014, en el marco de la Política Agrícola Común (PAC), la Comisión Europea anunció medidas de emergencia de apoyo al mercado para determinadas frutas y hortalizas perecederas, que se han utilizado para adquirir frutas y hortalizas a su precio total a los agricultores, o para compensar a estos por no cosechar sus productos. El 30 de julio de 2015, estas medidas se prorrogaron otro año, hasta el 30 de junio de 2016.

## Recuadro 8

# Recomendaciones de política fiscal específicas para cada país en el contexto del Semestre Europeo 2015

**Los días 25 y 26 de junio, el Consejo Europeo refrendó las recomendaciones específicas de política económica y fiscal para 26 Estados miembros de la UE no sujetos a un programa de asistencia financiera<sup>1</sup>.** Estas recomendaciones fueron adoptadas por los ministros de Economía y Finanzas el 14 de julio para concluir formalmente el Semestre Europeo 2015. Las recomendaciones de política fiscal del Consejo tienen por objeto velar por que los países cumplan el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la UE. A tal fin, dan su opinión sobre las actualizaciones de los programas de estabilidad y convergencia de 2015 que los Gobiernos debían presentar al Consejo y a la Comisión Europea a mediados de abril<sup>2</sup>, a más tardar. En estas opiniones se tiene en cuenta la comunicación sobre flexibilidad en el marco del PEC de la Comisión Europea, publicada en enero de este año<sup>3</sup>. En lo que respecta a los trabajos de seguimiento, las recomendaciones específicas de política fiscal formuladas para cada país en el contexto del Semestre Europeo 2015 deberán quedar reflejadas en los proyectos de planes presupuestarios para 2016 que los países habrán de presentar al Eurogrupo y al Consejo a mediados de octubre, como muy tarde. En este contexto, en este recuadro se analizan las recomendaciones de política fiscal dirigidas a los 17 países de la zona del euro en el marco del Semestre Europeo 2015 y se identifican las implicaciones para sus planes presupuestarios de 2016.

**Las recomendaciones específicas para cada país del Consejo Europeo identifican riesgos de incumplimiento de las exigencias de esfuerzo de ajuste estructural del PEC en 12 de los 17 países analizados.** Aunque, en términos generales, los cinco países de la zona del euro no sujetos a un programa de asistencia financiera (Irlanda, Portugal, Eslovenia, España y Francia) y sometidos actualmente a un procedimiento de déficit excesivo (PEC) deben realizar esfuerzos de ajuste estructural equivalentes, en promedio, al 0,7% y 0,9% del PIB en 2015 y 2016, respectivamente, para garantizar el cumplimiento del PEC, realmente se

<sup>1</sup> Incluye a todos los Estados miembros de la EU, excepto Chipre y Grecia.

<sup>2</sup> Estos programas describen los planes presupuestarios de los Gobiernos para el año en curso y los tres años siguientes, como mínimo. Para una visión general, consúltese «The 2015 stability and convergence programmes – an overview», *Institutional Paper*, n.º 2, Comisión Europea, julio de 2015, Bruselas.

<sup>3</sup> El 13 de enero, la Comisión Europea publicó una comunicación titulada «Aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento» ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/2015-01-13\\_communication\\_sgp\\_flexibility\\_guidelines\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/2015-01-13_communication_sgp_flexibility_guidelines_es.pdf)). Véase también el recuadro titulado «Flexibility within the Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, número 1/2015, Fráncfort del Meno.

## Cuadro

### Evolución de las finanzas públicas por países en 2015 y 2016

País	Compromiso asumido en el PEC (variación del saldo estructural; porcentaje del PIB si no se ha alcanzado el OMP)		Previsiones de primavera de 2015 de la Comisión Europea (variación del saldo estructural; porcentaje del PIB)		Brecha anual de consolidación (diferencia entre las previsiones de primavera de 2015 de la Comisión Europea y el compromiso si no se ha alcanzado el OMP)		Pro memoria: variación del gasto por intereses; porcentaje del PIB entre 2014 y 2016 (previsiones de primavera de 2015 de la Comisión Europea)
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	
<b>Componente preventivo</b>							
Bélgica	0,6	0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,4	-0,4
Alemania	En el OMP	En el OMP	-0,2	-0,3	En el OMP	En el OMP	-0,3
Estonia	-0,2	0,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	0,0
Italia	0,25	0,1	0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4
Letonia	-0,4	0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,6	-0,2
Lituania	0,2	0,5	-0,7	0,7	-0,9	0,2	-0,2
Luxemburgo	En el OMP	En el OMP	-1,0	-0,2	En el OMP	En el OMP	0,0
Malta	0,6	0,6	0,5	0,6	-0,1	0,0	-0,3
Países Bajos	En el OMP	En el OMP	-0,1	-0,1	En el OMP	En el OMP	-0,1
Austria	-0,06	0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,1
Eslovaquia	0,0	0,25	0,2	0,0	0,2	-0,2	-0,4
Finlandia	0,1	0,5	-0,2	-0,4	-0,3	-0,9	-0,1
<b>Componente correctivo (PDE)</b>							
2015	Irlanda*	1,9	0,6	0,5	0,3	-1,4	-0,3
Plazo fijado en el PDE	Portugal*	0,5	0,6	-0,8	-0,6	-1,3	-1,2
	Eslovenia*	0,5	0,6	0,1	-0,5	-0,4	-1,1
2016	España	0,8	1,2	-0,4	-0,2	-1,2	-1,4
2017	Francia	0,5	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,8

Fuentes: Recomendaciones específicas para cada país para 2015 (<http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/06/19-country-specific-recommendations/>) y previsiones de primavera de 2015 de la Comisión Europea.

Notas: Los países mencionados en el cuadro incluyen los países de la zona del euro que no están sujetos a un programa de asistencia financiera (todos los Estados miembros excepto Chipre y Grecia). Los compromisos de ajuste estructural en el marco de los componentes preventivo y correctivo del PEC se ajustan a lo descrito en las recomendaciones específicas para cada país para 2015. Irlanda estuvo sujeta a un PDE antes de la reforma que introdujeron los reglamentos que componen el «six-pack», por lo que debía alcanzar un ajuste estructural medio por año, al no disponer de objetivos anuales. \* Requisitos de ajuste estructural para 2016 según lo dispuesto en el marco del componente preventivo, suponiendo que el PDE se deroga en el plazo fijado, 2015. Los requisitos de ajuste estructural en el marco del componente preventivo del PEC excluyen los requisitos de la regla sobre la deuda. Las cifras se han redondeado al alza, salvo cuando hacen referencia a los compromisos adquiridos en el contexto del PEC.

espera que registren cifras medias ligeramente negativas en ambos años<sup>4</sup>, en un escenario en el que «no se modifiquen las políticas». A su vez, los 12 países de la zona del euro sujetos al componente preventivo del PEC han de avanzar hacia la consecución de sus objetivos presupuestarios a medio plazo realizando esfuerzos de ajuste estructural equivalentes al 0,2 % del PIB, en términos agregados, durante 2015-2016, aunque se prevén unas cifras ligeramente negativas para este período<sup>5</sup>. Por lo tanto, las recomendaciones de política fiscal instan a ocho Estados miembros (Bélgica, Estonia, Italia, Letonia, Lituania, Malta, Austria y Finlandia) a realizar esfuerzos de ajuste estructural acordes con el componente preventivo del PEC. Dos Estados miembros (Bélgica e Italia) también afrontan importantes brechas de consolidación respecto a las exigencias de la regla sobre la deuda. En 2015, la mejora necesaria del saldo estructural de conformidad con esta regla equivale

<sup>4</sup> En el contexto del componente correctivo del PEC, el Consejo derogó el procedimiento de déficit excesivo de Malta en el plazo previsto en el PDE, el año 2014. Asimismo, se mostró contrario a iniciar un PDE a Finlandia, pese a que no se prevé que el incumplimiento del valor de referencia del 3 % del PIB en 2014 sea transitorio, y no se espera que el déficit vuelva a situarse por debajo del valor de referencia hasta 2016.

<sup>5</sup> Véase también el recuadro titulado «La eficacia del objetivo presupuestario a medio plazo como ancla de las políticas fiscales», *Boletín Económico*, número 4/2015, Fráncfort del Meno.

al 2,1 % del PIB para Italia (como consecuencia de la insuficiente consolidación fiscal acumulada desde 2013), en comparación con una previsión de ajuste estructural equivalente al 0,3 % del PIB, y al 1,1 % del PIB en el caso de Bélgica (como resultado de la insuficiente consolidación acumulada desde 2014), frente a un ajuste estructural previsto del 0,5 % del PIB. Estas exigencias no se reflejan en las recomendaciones específicas de 2015 para Italia y Bélgica, ya que la Comisión ha concluido que la desviación respecto a la regla sobre la deuda puede explicarse por factores relevantes, como unas condiciones económicas desfavorables y la implementación de reformas estructurales. En muchos países, el gasto por intereses fue menor de lo inicialmente presupuestado. Al mismo tiempo, en lugar de destinar el ahorro derivado de unos pagos por intereses menores de lo previsto a acelerar el ajuste del déficit, muchos Estados miembros incrementaron su gasto primario (es decir, el gasto público excluido el pago de intereses) en relación con sus planes iniciales. Por lo tanto, se recomienda a los países con elevadas ratios de deuda de las Administraciones Públicas (Bélgica, Francia, Italia, Irlanda y Portugal) que utilicen las denominadas ganancias imprevistas (*windfall gains*), es decir, el ahorro resultante de unos pagos por intereses menores de lo previsto, para reducir el déficit. Además, entre los países que ya han cumplido sus objetivos presupuestarios a medio plazo, se ha recomendado a Alemania que continúe incrementando su inversión pública en infraestructuras, educación e investigación, y a los Países Bajos, que reorienten el gasto público para respaldar la inversión en investigación y desarrollo.

**El Semestre Europeo 2015, el quinto ciclo de supervisión presupuestaria desde su creación, ha seguido un enfoque racionalizado con objeto de formular un menor número de recomendaciones y más focalizadas.** Esta reorganización supuso, entre otros aspectos, adelantar la publicación de los análisis y recomendaciones de la Comisión Europea para mejorar el diálogo con los Estados miembros. En general, las recomendaciones específicas de 2015 para cada país reflejan adecuadamente los riesgos de incumplimiento de las reglas fiscales de la UE por parte de estos países, a la vez que identifican las principales áreas que requieren una reforma. A tal fin, las recomendaciones siguen las orientaciones generales de política fiscal para este Semestre Europeo publicadas en el Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento para 2015, a saber, «[...] perseverancia en la responsabilidad presupuestaria»<sup>6</sup>. En general, el proceso del Semestre Europeo solo puede ser eficaz en la consecución de una mayor sostenibilidad presupuestaria si el incumplimiento de la reglas fiscales de la UE se identifica y aborda adecuadamente. En este contexto, el denominado «Informe de los cinco presidentes», publicado en junio<sup>7</sup>, propone la creación de un nuevo consejo fiscal europeo, que realizaría evaluaciones públicas e independientes de las políticas presupuestarias de los países en relación con sus obligaciones

<sup>6</sup> Véase *Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento para 2015*, Comisión Europea, noviembre de 2014, Bruselas ([http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015_es.pdf)).

<sup>7</sup> Véase el informe elaborado por Jean-Claude Juncker, en estrecha colaboración con Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi y Martin Schulz, titulado *Realizar la Unión Económica y Monetaria europea*, 2015, Bruselas.

en el marco fiscal de la UE. Posteriormente, estas evaluaciones se incorporarían a las decisiones adoptadas por la Comisión Europea en el contexto del Semestre Europeo. En el informe también se propone un Semestre Europeo más integrado, con una mayor participación de los Parlamentos nacionales. De cara al futuro, en vista de la persistencia de factores de vulnerabilidad, como un endeudamiento público elevado y unos déficits estructurales considerables en algunos países de la zona del euro, las posibles reformas del Semestre Europeo no deberían hacer que las recomendaciones de política presupuestaria resulten menos ambiciosas.

**Las políticas fiscales deberían respaldar la recuperación sin dejar de cumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.** Su aplicación plena y coherente es fundamental para mantener la confianza en el marco presupuestario. Por lo tanto, en sus proyectos de planes presupuestarios para 2016, aquellos Gobiernos cuyos esfuerzos de ajuste estructural resulten insuficientes para cumplir los compromisos adquiridos en el marco del PEC deberían clarificar cómo tienen previsto aplicar las recomendaciones específicas para cada país con el fin de garantizar el cumplimiento de las reglas fiscales de la UE reduciendo sus déficits a un ritmo más rápido. Dada la volatilidad a la que están sujetos los rendimientos de la deuda, los planes presupuestarios de países muy endeudados deberían tener en cuenta los riesgos asociados a un cambio de tendencia del entorno actual de tipos de interés bajos.

# Artículos

## La situación del ciclo de los precios de la vivienda en la zona del euro

En este artículo se analiza la situación actual del ciclo de los precios de la vivienda en la zona del euro y se realiza una comparación con patrones históricos. El artículo concluye que la recuperación de los precios de la vivienda en la zona del euro ha sido bastante moderada hasta el momento y que parece ser más débil que el aumento observado históricamente en la fase inicial de repunte de estos precios. Asimismo, la corrección de sobrevaloraciones anteriores, junto con unas condiciones favorables de renta y de financiación, sugiere que la recuperación actual tiene más probabilidades de ser sostenida que el breve repunte registrado relativamente poco después de la crisis. Una recuperación gradual y sostenida de los precios de la vivienda tendría un efecto positivo sobre la evolución económica. Al mismo tiempo, la dinámica crediticia ha seguido siendo contenida, limitando la acumulación de riesgos sistémicos para el sistema financiero de la zona del euro. El nuevo conjunto de instrumentos macroprudenciales también está contribuyendo a mitigar los riesgos potenciales de forma controlada y detallada.

### Introducción

**A raíz de la crisis financiera, los precios de la vivienda han sido un indicador fundamental para evaluar la situación económica de la zona del euro.** Este hecho refleja la importancia general que suele tener el sector de la vivienda en la fase y la amplitud del ciclo económico y, en concreto, su particular relevancia tras un episodio de expansión y recesión. En varios países de la zona del euro, los precios de la vivienda crecieron a unas tasas y hasta unos niveles insostenibles antes de la crisis, y los inevitables ajustes dieron lugar, posteriormente, a caídas o, en el mejor de los casos, a una evolución contenida de dichos precios.

**Tras experimentar algunos altibajos durante un prolongado período de ajuste, en la actualidad se observan indicios crecientes de que los precios de la vivienda finalmente están retomando una senda alcista.** En términos de tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales, el ciclo registró un mínimo a principios de 2013, antes de que las tasas pasaran a ser cada vez menos negativas y se situaran en niveles positivos en la segunda mitad de 2014. Aunque, hasta el momento, esta recuperación no parece haber sido muy intensa, la trayectoria alcista de la tasa de crecimiento es relativamente generalizada en los distintos países de la zona del euro. En este contexto, resulta instructivo analizar los diversos factores determinantes de la incipiente recuperación de los precios de la vivienda, así como su fortaleza y sostenibilidad de cara al futuro.

**Entender la situación y las características del ciclo de precios de la vivienda es importante tanto desde el punto de vista macroeconómico como de la estabilidad financiera.** Esto se debe a su vinculación con el ciclo económico y el financiero, en la medida en que los precios de la vivienda determinan el valor del colateral de los préstamos que reciben los hogares y que conceden las entidades de crédito. De hecho, este canal del colateral mostró su relevancia en el contexto de la crisis financiera y de los problemas que emergieron posteriormente en el sector bancario de algunos países de la zona del euro. De cara al futuro, convendría realizar un atento seguimiento de la evolución de los precios de la vivienda en un entorno de tipos de interés bajos, dada la complejidad de los vínculos existentes entre estos precios, la actividad económica y la dinámica del crédito.

En este artículo se analiza la evolución reciente y las perspectivas actuales de los precios de la vivienda en los distintos países de la zona del euro, centrando la atención en la trayectoria de los precios de los inmuebles residenciales y sin tomar en consideración la de los inmuebles comerciales (sección 2). A continuación se compara la situación cíclica actual de los precios de la vivienda y del crédito con los ciclos anteriores (sección 3), antes de profundizar en la interacción existente entre la evolución de los precios de la vivienda, la economía real y el sector bancario (sección 4).

## Conclusiones

**Parece que el actual repunte de los precios de la vivienda en la zona del euro será sostenible.** Sin embargo, la presente recuperación parece ser más débil que el incremento observado históricamente en la fase inicial de recuperación de estos precios después de registrar un mínimo cíclico. Además, hasta ahora no se ha podido constatar que venga acompañada de un aumento significativo de los préstamos reales concedidos a los hogares de la zona del euro. La recuperación en marcha de los precios de la vivienda también debería verse respaldada por la mejora de las perspectivas de renta y empleo de los hogares, así como por unas condiciones de financiación favorables. El entorno actual de tipos de interés bajos y su efecto sobre los rendimientos desempeñará un papel importante en este sentido.

**Se han producido correcciones significativas de los desequilibrios anteriores en los precios de la vivienda en varios países de la zona del euro.** La acusada heterogeneidad observada en la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro desde 2007, año en que iniciaron su trayectoria descendente, refleja, entre otros aspectos, características específicas de cada país de los ciclos de expansión y recesión, de las condiciones de oferta y de demanda y de los factores estructurales. Es probable que en aquellos países en los que ya se ha corregido el crecimiento excesivo de los precios registrado anteriormente, el mercado de la vivienda se beneficie en mayor grado del entorno actual favorable de tipos de interés bajos y de una situación macroeconómica más propicia, y viceversa.

**En la coyuntura actual, los riesgos para la estabilidad financiera parecen limitados, máxime teniendo en cuenta que la recuperación en curso de los precios de la vivienda no se ha traducido, hasta el momento, en un rápido crecimiento del crédito.** El nuevo conjunto de herramientas macroprudenciales ha hecho posible que varios países adopten medidas para frenar un eventual crecimiento excesivo de los precios de la vivienda y del crédito, con numerosos instrumentos relacionados con la propiedad inmobiliaria que permiten mitigar los retos de carácter cíclico que se planteen en el futuro, al tiempo que contribuyen a reforzar la capacidad de resistencia de las entidades de crédito y de sus prestatarios.

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

# El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero durante la crisis

Durante la crisis financiera, la mayor parte de los Gobiernos de la zona del euro proporcionaron asistencia financiera a las instituciones financieras en dificultades a fin de salvaguardar la estabilidad financiera y evitar un estrangulamiento del crédito. Durante el período comprendido entre 2008 y 2014, la ayuda financiera bruta acumulada al sector financiero ascendió al 8 % del PIB de la zona del euro. De esa cifra se ha recuperado un 3,3 %. Los costes presupuestarios de la asistencia a las instituciones financieras son comparables a los incurridos en el pasado en otras crisis bancarias sistémicas, ya que han dado lugar a un deterioro del saldo presupuestario y de la deuda de la zona del euro que, en cifras acumuladas, asciende a un 1,8 % y un 4,8 % del PIB, respectivamente. Sin embargo, en promedio, las medidas solo representan una parte relativamente pequeña del fuerte incremento total de la deuda de las Administraciones Públicas registrado desde el estallido de la crisis. Al mismo tiempo, el saldo vivo de las garantías públicas (que ascendía al 2,7 % del PIB de la zona del euro a finales de 2014) y las pérdidas potenciales adicionales de las entidades de gestión de activos a las que se han transferido los activos deteriorados todavía plantean riesgos fiscales adicionales para los Gobiernos. De cara al futuro es importante reducir la probabilidad de que las instituciones financieras afronten graves problemas en sus balances aumentando el capital de las entidades de crédito y mejorando la regulación y la supervisión bancarias, así como promover políticas de resolución bancaria que incluyan la participación del sector privado, protegiendo así a los contribuyentes. En este sentido, resultan alentadoras las medidas recientes encaminadas a lograr una auténtica unión bancaria europea, que no solo deberían contribuir a evitar y/o resolver futuras crisis bancarias en la zona del euro, sino también a reducir su posible impacto fiscal sobre la deuda y los déficits públicos.

## Introducción

**Desde el estallido de la crisis financiera, la mayoría de los Gobiernos de la zona del euro han proporcionado considerable asistencia financiera a las instituciones financieras a fin de salvaguardar la estabilidad financiera y evitar un estrangulamiento del crédito.** Estas medidas contribuyeron al incremento de la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro, que aumentó 27 puntos porcentuales entre 2008 y finales de 2014, cuando se situó en el 92 % del PIB. Los costes fiscales netos directos de la asistencia al sector financiero (menos del 5 % del PIB) son solo uno de los factores que explican el acusado aumento total de la deuda pública en la zona del euro. Con todo, desempeñaron un papel mucho más importante en varios de los países de la zona. En la fase inicial de la crisis financiera

se realizó un análisis preliminar del impacto fiscal de la asistencia al sector financiero. Dado que desde entonces se ha proporcionado apoyo adicional, y en vista de la recuperación gradual del sector financiero de la zona del euro y de las recientes reformas introducidas para contribuir a la prevención de crisis bancarias, es un buen momento para analizar de nuevo los costes fiscales de la asistencia a dicho sector.

**En el presente artículo se abordan las siguientes preguntas:** en primer lugar, ¿qué medidas de asistencia financiera se han aplicado? En segundo lugar, ¿cuánto les ha costado a los contribuyentes la asistencia al sector financiero, qué parte de los costes se ha recuperado hasta la fecha y hasta qué punto han contribuido las medidas al fuerte aumento de la deuda pública? En tercer lugar, ¿qué riesgos fiscales persisten en relación con la asistencia al sector financiero? Al abordar estas cuestiones, el artículo presenta un análisis detallado de las medidas adoptadas por las autoridades para ayudar a las instituciones financieras desde el comienzo de la crisis. En comparación con otras crisis bancarias sistémicas de las economías avanzadas, los costes fiscales directos de las medidas de asistencia financiera aplicadas en la zona del euro son de magnitud similar, mientras que el aumento total de la deuda de las Administraciones Públicas es considerablemente mayor. No obstante, los costes fiscales estimados de la intervención pública en el sector bancario varían notablemente de unos estudios a otros, dependiendo de la metodología de cálculo utilizada y de la definición de costes fiscales. En el presente artículo se aplica principalmente el método de agregación, que engloba todas las medidas de los Gobiernos relacionadas con la crisis financiera, aunque algunas de ellas puedan resultar difíciles de cuantificar, especialmente si las aplicaron entidades clasificadas fuera del sector de Administraciones Públicas. El artículo se centra en las medidas de apoyo al sector financiero adoptadas por los Gobiernos sin considerar las medidas de liquidez del banco central adoptadas durante la crisis financiera.

**El presente artículo se estructura como sigue:** en la sección 2 se analizan las medidas de apoyo aplicadas por los Gobiernos de la zona del euro durante el período comprendido entre 2008 y 2014, prestando especial atención a las compras de activos y a las transferencias de capital. En la sección 3 se evalúa su impacto fiscal en los saldos presupuestarios y en la deuda de las Administraciones Públicas, y se analizan las tasas de recuperación de los activos adquiridos. En la sección 4 se describen los riesgos fiscales que aún persisten en relación con las garantías públicas y las entidades de gestión de activos. En la sección 5 se concluye presentando algunas implicaciones del artículo para la política económica.

## Conclusiones

**Durante la crisis financiera, la mayoría de los Gobiernos de la zona del euro proporcionaron asistencia financiera a las instituciones financieras a fin de salvaguardar la estabilidad financiera y evitar un estrangulamiento del crédito.**

La asistencia bruta acumulada al sector financiero ascendió al 8 % del PIB de la zona del euro. De esa cifra, solo se ha recuperado un 3,3 %. Los costes fiscales de las medidas de asistencia financiera adoptadas en el período comprendido entre 2008 y 2014 provocaron un deterioro del saldo presupuestario y de la deuda de la zona del euro que, en cifras acumuladas, ascendió a un 1,8 % y un 4,8 % del PIB, respectivamente. Para el conjunto de la zona del euro, la asistencia al sector financiero explica solo una pequeña parte del acusado aumento de la deuda de las Administraciones Públicas registrado desde el inicio de la crisis, aunque en algunos países el impacto sobre la deuda pública ha sido sustancial. Los países de la zona del euro aplicaron una amplia gama de medidas de apoyo, entre ellas recapitalizaciones bancarias, la provisión de préstamos por parte de los Gobiernos, la adquisición de activos deteriorados, nacionalizaciones de bancos y la concesión de garantías públicas. Estas medidas afectaron a la deuda y a los déficits públicos en diferente grado. La magnitud de estas medidas de apoyo varía significativamente de unos países a otros dentro de la zona del euro. La tasa global de recuperación de las intervenciones es, en promedio, relativamente reducida en términos internacionales. No obstante, el proceso de recuperación sigue en marcha.

Para completar la imagen, también es importante tener en cuenta los riesgos fiscales relacionados con el apoyo al sector financiero, que incluyen, principalmente, las restantes garantías públicas otorgadas (que ascendían al 2,7 % del PIB de la zona del euro a finales de 2014) y las pérdidas potenciales (o posibles ganancias de capital) de las entidades de gestión de activos.

**De cara al futuro, es importante garantizar la estabilidad financiera, limitando, al mismo tiempo, la participación de los contribuyentes.** Para ello es necesario, en primer lugar, reducir la probabilidad de que las instituciones financieras registren graves problemas en sus balances. Ya se ha avanzado notablemente en el endurecimiento de la legislación bancaria y en el fortalecimiento de la supervisión bancaria, y, en caso de que las instituciones financieras tengan que hacer frente a problemas, se han puesto a su alcance los mecanismos de resolución apropiados. Una forma adecuada de reducir los posibles costes fiscales de las medidas de asistencia financiera es garantizar una contribución apropiada de los accionistas y de los tenedores de bonos del sector privado. De hecho, el Reglamento de requisitos de capital y la Directiva de Requisitos de Capital (DRC IV) de la UE, así como el recientemente creado Mecanismo Único de Supervisión, reforzarán la capacidad de resistencia del sector bancario, y deberían contribuir a evitar la acumulación de problemas graves en los balances de las entidades de crédito, que podrían dar lugar, en última instancia, a una crisis bancaria severa. Además, la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria de la UE y el Mecanismo Único de Resolución garantizarán la participación del sector privado antes de recurrir a la asistencia del Gobierno. En conjunto, estos pilares clave de la unión bancaria europea deberían servir para reducir gradualmente el riesgo de que los contribuyentes tengan que proporcionar respaldo adicional.

**[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 <sup>1)</sup> (tasas de variación entre períodos)						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 <sup>2)</sup> (IAPC)
							Total	Excluidos alimentos y energía					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,2	0,7	1,7	7,8	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,6	2,5
2013	3,0	1,5	1,7	1,6	7,7	-0,4	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	3,0	-0,1	7,4	0,8	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 III	0,9	1,1	0,7	-0,3	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,4	2,0	0,4
IV	0,8	0,5	0,8	0,3	1,5	0,4	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2015 I	0,7	0,2	0,4	1,1	1,3	0,4	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
II	-	0,9	0,7	-0,4	-	0,3	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
2015 Mar	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	-0,1	0,0	2,3	1,4	-0,1
Abr	-	-	-	-	-	-	0,4	1,6	-0,2	-0,1	0,6	1,5	0,0
May	-	-	-	-	-	-	0,6	1,6	0,0	0,1	0,5	1,2	0,3
Jun	-	-	-	-	-	-	0,6	1,6	0,1	0,0	0,4	1,4	0,2
Jul	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,1	0,3	1,6	0,2
Ago <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	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 para 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 <sup>1)</sup>					
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global <sup>2)</sup>					
	Global <sup>2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores	Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	52,6	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	3,7	2,5	4,4
2013	53,3	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,2	-0,2	5,2
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	3,5	3,6	3,5
2014 III	55,6	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	53,6	56,2	51,6	2,7	1,4	3,4
IV	53,3	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,4	53,6	50,4	1,5	1,8	1,3
2015 I	53,9	56,9	57,4	50,4	51,5	53,3	52,8	54,3	50,3	-2,7	1,7	-5,0
II	53,4	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	50,9	54,2	49,3	-1,1	-1,2	-1,0
2015 Mar	54,9	59,2	58,8	49,4	51,8	54,0	52,9	55,5	49,8	-2,7	1,7	-5,0
Abr	54,1	57,0	58,4	50,7	51,3	53,9	51,0	55,1	49,1	-1,9	0,9	-3,4
May	53,4	56,0	55,8	51,6	51,2	53,6	51,2	54,0	48,7	-1,9	-0,3	-2,8
Jun	52,7	54,6	57,4	51,5	50,6	54,2	50,5	53,4	50,0	-1,1	-1,2	-1,0
Jul	53,1	55,7	56,6	51,5	50,2	53,9	50,8	53,9	49,1	-	-	-
Ago	-	55,0	-	-	-	54,1	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 períodos; 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 <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a la vista (eonia) 1	Depósitos a 1 mes (euríbor) 2	Depósitos a 3 meses (euríbor) 3	Depósitos a 6 meses (euríbor) 4	Depósitos a 12 meses (euríbor) 5		
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015 Feb	-0,04	0,00	0,05	0,13	0,26	0,26	0,10
Mar	-0,05	-0,01	0,03	0,10	0,21	0,27	0,10
Abr	-0,07	-0,03	0,00	0,07	0,18	0,28	0,10
May	-0,11	-0,05	-0,01	0,06	0,17	0,28	0,10
Jun	-0,12	-0,06	-0,01	0,05	0,16	0,28	0,10
Jul	-0,12	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,29	0,10
Ago	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09

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 <sup>1) 2)</sup>					Zona del euro <sup>1) 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro <sup>1) 2)</sup>			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años – 1 año	10 años – 1 año	10 años – 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 Feb	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19
Mar	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
Abr	-0,28	-0,26	-0,21	0,03	0,42	0,68	1,81	1,39	-0,22	-0,08	0,46	1,05
May	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46
Jun	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09
Jul	-0,27	-0,29	-0,26	0,08	0,73	1,02	1,87	1,35	-0,29	-0,13	0,76	1,84
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

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											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015 Feb	353,2	3.453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2.082,2	18.053,2
Mar	373,9	3.655,3	787,2	268,9	666,9	313,5	198,9	524,1	386,2	292,9	389,2	824,6	2.080,4	19.197,6
Abr	383,3	3.733,8	798,2	275,7	678,6	331,0	204,9	535,7	394,2	299,5	395,0	861,4	2.094,9	19.767,9
May	373,4	3.617,9	765,0	268,9	662,1	326,5	199,3	522,4	389,5	294,0	389,2	827,6	2.111,9	19.974,2
Jun	364,0	3.521,8	743,2	265,5	647,4	310,3	194,5	504,7	385,0	283,0	380,7	820,4	2.099,3	20.403,8
Jul	366,3	3.545,1	744,0	266,0	645,2	302,1	198,0	505,5	378,1	281,3	395,1	864,8	2.094,1	20.372,6
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

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)<sup>1), 2)</sup>

(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				Por período inicial de fijación del tipo de interés			Por período inicial de fijación del tipo de interés								
	1	2	3	4			5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2014 Ago	0,22	0,96	1,20	1,66	7,30	17,00	5,51	6,71	7,05	3,06	2,55	2,74	2,71	2,86	2,96	2,73		
Sep	0,21	0,95	1,17	1,70	7,37	17,06	5,35	6,67	6,99	2,94	2,49	2,69	2,61	2,82	2,88	2,66		
Oct	0,20	0,94	1,09	1,65	7,20	16,96	5,38	6,59	6,98	2,89	2,42	2,63	2,54	2,78	2,81	2,60		
Nov	0,20	0,91	1,01	1,66	7,18	17,12	5,58	6,66	6,98	2,92	2,41	2,50	2,51	2,72	2,76	2,53		
Dic	0,20	0,89	0,96	1,58	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,75	2,42	2,52	2,53	2,68	2,76	2,49		
2015 Ene	0,19	0,86	1,01	1,94	7,18	17,12	5,25	6,42	6,73	2,76	2,30	2,55	2,43	2,44	2,68	2,40		
Feb	0,18	0,84	0,97	1,51	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,07	2,47	2,32	2,49	2,58	2,37		
Mar	0,17	0,82	0,89	1,37	7,13	17,05	5,16	6,16	6,49	2,72	2,11	2,45	2,29	2,41	2,55	2,30		
Abr	0,16	0,79	0,87	1,15	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,24		
May	0,16	0,82	0,83	1,08	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,09	2,29	2,45	2,17		
Jun	0,15	0,78	0,77	1,18	6,97	17,02	4,88	6,14	6,45	2,59	2,02	2,25	2,12	2,31	2,48	2,18		
Jul (p)	0,15	0,74	0,67	1,10	6,82	17,04	5,09	6,22	6,50	2,60	2,04	2,26	2,21	2,36	2,56	2,22		

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)<sup>1), 2)</sup>

(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				
	1	2	3	4		5	6	7	8	9	10	11	12	13			
2014 Ago	0,28	0,50	1,56	3,74	4,17	4,27	3,55	2,56	3,20	2,85	1,80	2,42	2,54	2,71			
Sep	0,26	0,51	1,46	3,72	4,01	4,03	3,53	2,46	3,01	2,77	1,83	2,38	2,42	2,68			
Oct	0,25	0,50	1,37	3,64	4,00	3,94	3,53	2,43	2,90	2,71	1,75	2,25	2,46	2,60			
Nov	0,25	0,44	1,16	3,57	3,82	3,86	3,42	2,38	2,84	2,63	1,74	2,17	2,27	2,51			
Dic	0,24	0,43	1,26	3,49	3,68	3,75	3,26	2,35	2,78	2,50	1,74	2,16	2,13	2,46			
2015 Ene	0,23	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	2,98	2,31	2,82	2,05	1,67	2,03	2,20	2,46			
Feb	0,22	0,35	1,04	3,43	3,57	3,72	3,12	2,24	2,71	2,39	1,52	1,99	2,14	2,37			
Mar	0,21	0,32	1,07	3,39	3,45	3,65	3,13	2,16	2,67	2,33	1,63	2,11	2,02	2,37			
Abr	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,95	2,18	2,64	2,26	1,62	1,93	2,03	2,33			
May	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,96	2,15	2,46	2,23	1,57	1,85	2,04	2,27			
Jun	0,18	0,31	1,10	3,25	3,19	3,48	2,91	2,09	2,33	2,23	1,60	1,91	2,04	2,26			
Jul (p)	0,17	0,31	0,87	3,19	3,27	3,60	2,86	2,07	2,36	2,22	1,51	1,73	2,05	2,19			

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 <sup>1)</sup>						
	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														
2012	1.426	581	146	-	75	558	66	703	491	37	-	52	103	21
2013	1.247	477	122	-	67	529	53	508	314	30	-	44	99	21
2014	1.312	545	120	-	59	538	50	410	219	34	-	39	93	25
2015 Ene	1.388	599	127	-	66	543	54	378	186	28	-	33	94	36
Feb	1.400	606	134	-	70	534	56	351	162	37	-	30	83	39
Mar	1.420	604	137	-	71	543	66	373	162	45	-	35	89	42
Abr	1.410	600	134	-	80	533	62	350	158	37	-	38	82	35
May	1.396	591	135	-	80	532	59	326	140	36	-	36	80	33
Jun	1.329	560	121	-	75	517	56	298	126	30	-	34	77	32
Largo plazo														
2012	15.205	4.814	3.166	-	842	5.758	624	255	98	45	-	16	84	12
2013	15.109	4.405	3.087	-	921	6.069	627	222	70	39	-	16	89	9
2014	15.120	4.040	3.158	-	994	6.286	643	219	65	43	-	16	85	10
2015 Ene	15.222	4.058	3.201	-	1.004	6.316	642	261	80	48	-	8	113	13
Feb	15.266	4.038	3.209	-	1.017	6.356	646	207	64	21	-	18	86	17
Mar	15.355	4.026	3.251	-	1.034	6.399	644	285	84	62	-	17	112	10
Abr	15.276	4.000	3.213	-	1.034	6.389	641	220	70	33	-	21	87	10
May	15.356	3.982	3.235	-	1.037	6.462	640	185	49	41	-	6	85	4
Jun	15.344	3.938	3.255	-	1.032	6.485	634	207	69	34	-	13	87	5

Fuente: BCE.

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

### 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 Pùblicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Socie- dades no financieras	Saldo vivo	Tasa de crecimiento	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Pùblicas							
Saldo vivo														
2012	16.631,5	5.395,8	3.312,1	.	917,0	6.316,2	690,4	4.597,1	404,7	617,9	3.574,5			
2013	16.355,8	4.881,7	3.208,6	.	987,9	6.597,8	679,8	5.638,0	569,1	751,0	4.317,9			
2014	16.432,4	4.585,5	3.277,8	.	1.052,3	6.823,7	693,1	5.949,4	591,0	787,9	4.570,6			
2015 Ene	16.609,5	4.657,1	3.327,9	.	1.069,7	6.859,1	695,6	6.423,2	573,0	836,0	5.014,3			
Feb	16.665,3	4.643,5	3.343,0	.	1.086,8	6.890,6	701,5	6.855,9	650,5	899,7	5.305,7			
Mar	16.775,5	4.630,4	3.388,6	.	1.104,8	6.941,6	710,1	7.056,1	688,7	933,3	5.434,0			
Abr	16.686,7	4.600,2	3.347,4	.	1.113,6	6.921,8	703,6	6.960,1	683,8	908,3	5.368,0			
May	16.751,9	4.572,2	3.369,7	.	1.116,3	6.994,0	699,7	6.983,6	675,3	901,6	5.406,7			
Jun	16.672,3	4.498,3	3.375,7	.	1.106,5	7.001,4	690,4	6.803,4	664,2	879,4	5.259,8			
Tasa de crecimiento														
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4			
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3			
2014	-0,7	-7,8	0,1	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8			
2015 Ene	-0,7	-7,8	0,6	.	3,0	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7			
Feb	-0,9	-7,6	0,6	.	4,4	2,4	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7			
Mar	-0,2	-7,1	2,3	.	5,3	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8			
Abr	-0,3	-6,8	1,7	.	6,7	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8			
May	-0,8	-7,2	0,1	.	5,8	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7			
Jun	-1,1	-7,7	0,8	.	4,6	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	0,7			

Fuente: BCE.

## 2 Evolución financiera

### 2.8 Tipos de cambio efectivos <sup>1)</sup>

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal		IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM real <sup>2)</sup>	CLUT real	Nominal
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,6	95,0	93,3	88,3	99,7	95,8	107,0	92,5
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,5	99,1	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	102,8	100,7	114,7	96,1
2014 III	101,3	97,2	96,2	90,8	102,2	100,3	113,7	95,1
IV	99,0	94,9	94,3	89,1	99,7	98,1	112,3	93,5
2015 I	93,0	89,2	89,4	84,2	93,7	92,6	106,4	88,3
II	91,2	87,5	88,2	-	-	-	104,4	86,3
2015 Mar	90,6	86,9	87,4	-	-	-	103,8	86,0
Abr	89,7	86,1	86,9	-	-	-	102,4	84,8
May	91,6	87,9	88,6	-	-	-	104,7	86,6
Jun	92,3	88,5	89,1	-	-	-	106,0	87,6
Jul	91,3	87,5	88,3	-	-	-	105,1	86,7
Ago	93,0	89,0	90,0	-	-	-	108,1	89,1
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2015 Ago	1,8	1,8	1,9	-	-	-	2,9	2,8
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2015 Ago	-8,4	-8,7	-6,6	-	-	-	-5,2	-6,6

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
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 III	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
IV	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2015 I	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
II	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
2015 Mar	6,762	7,647	27,379	7,459	303,445	130,410	4,126	0,724	4,4339	9,245	1,061	1,084
Abr	6,686	7,590	27,439	7,466	299,429	128,935	4,018	0,721	4,4155	9,325	1,038	1,078
May	6,916	7,559	27,397	7,461	306,327	134,748	4,081	0,721	4,4477	9,304	1,039	1,115
Jun	6,959	7,572	27,307	7,460	311,960	138,740	4,159	0,721	4,4671	9,272	1,045	1,121
Jul	6,827	7,586	27,094	7,462	311,531	135,681	4,152	0,707	4,4391	9,386	1,049	1,100
Ago	7,063	7,558	27,041	7,463	311,614	137,124	4,195	0,714	4,4235	9,515	1,078	1,114
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2015 Ago	3,5	-0,4	-0,2	0,0	0,0	1,1	1,0	1,0	-0,4	1,4	2,7	1,3
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2015 Ago	-13,8	-1,0	-2,8	0,1	-0,7	0,0	0,1	-10,4	0,0	3,6	-11,1	-16,3

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 periodo)

	Total <sup>1)</sup>			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	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2014 II	18.472,2	19.741,3	-1.269,2	7.542,8	5.630,5	5.960,8	9.449,4	-70,3	4.532,2	4.661,5	506,8	11.426,2
III	19.220,1	20.468,0	-1.247,8	7.797,7	5.900,7	6.306,2	9.713,4	-55,7	4.652,3	4.853,9	519,7	11.836,4
IV	19.351,7	20.748,8	-1.397,1	7.568,9	5.998,8	6.509,3	9.915,2	-43,6	4.782,7	4.834,7	534,4	11.869,4
2015 I	21.087,3	22.381,9	-1.294,5	8.204,4	6.331,7	7.270,9	10.995,3	-21,0	5.029,9	5.054,9	603,1	12.632,8
saldos vivos en porcentaje del PIB												
2015 I	207,6	220,4	-12,7	80,8	62,3	71,6	108,3	-0,2	49,5	49,8	5,9	124,4
Transacciones												
2014 III	209,6	119,2	90,5	69,1	44,7	104,1	19,8	20,3	17,5	54,7	-1,3	-
IV	57,8	-3,2	61,0	56,1	73,5	93,2	-2,7	10,2	-104,7	-74,0	2,9	-
2015 I	504,8	513,7	-8,8	159,7	74,7	129,0	260,3	27,3	182,8	178,7	6,0	-
II	62,2	-23,6	85,7	62,3	52,4	133,5	13,8	7,5	-138,8	-89,7	-2,4	-
2015 Ene	337,8	429,2	-91,4	56,5	67,3	53,8	133,7	7,1	218,8	228,2	1,5	-
Feb	93,9	107,5	-13,6	51,1	18,9	29,9	76,0	9,7	-1,1	12,6	4,2	-
Mar	73,2	-23,0	96,2	52,1	-11,5	45,3	50,5	10,5	-35,0	-62,0	0,3	-
Abr	111,8	121,5	-9,6	15,4	24,1	33,2	-19,5	5,8	61,3	116,8	-3,9	-
May	22,8	-0,5	23,3	31,1	13,2	74,6	54,2	4,3	-85,6	-67,9	-1,6	-
Jun	-72,5	-144,5	72,0	15,8	15,0	25,7	-21,0	-2,5	-114,6	-138,6	3,1	-
transacciones acumuladas de 12 meses												
2015 Jun	834,4	606,1	228,4	347,3	245,2	459,8	291,1	65,3	-43,3	69,7	5,2	-
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2015 Jun	8,2	6,0	2,2	3,4	2,4	4,5	2,9	0,6	-0,4	0,7	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		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias	Total	Exportaciones	Importaciones	
	1	2	3	4	5	Total construcción	Total maquinaria		9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2012	9.840,1	9.581,2	5.544,4	2.065,4	1.979,3	1.035,7	580,8	358,0	-7,9	258,9	4.288,9	4.030,0
2013	9.931,7	9.598,4	5.571,9	2.094,9	1.940,4	1.006,3	568,9	360,3	-8,8	333,2	4.362,7	4.029,5
2014	10.103,5	9.729,9	5.651,1	2.127,7	1.970,9	1.001,8	591,8	372,2	-19,7	373,5	4.494,4	4.120,8
2014 II	2.520,6	2.428,2	1.409,4	530,1	490,8	249,4	147,4	92,7	-2,1	92,4	1.118,1	1.025,6
III	2.531,5	2.437,5	1.416,6	534,2	493,2	249,1	149,2	93,7	-6,5	94,0	1.135,0	1.041,0
IV	2.544,9	2.444,2	1.423,4	534,3	496,4	251,0	150,0	94,1	-9,8	100,7	1.142,1	1.041,4
2015 I	2.564,9	2.458,3	1.425,2	538,8	500,1	252,1	151,9	94,8	-5,8	106,6	1.144,3	1.037,6
en porcentaje del PIB												
2014	100,0	96,3	55,9	21,1	19,5	9,9	5,9	3,7	-0,2	3,7	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2014 III	0,2	0,3	0,5	0,2	0,1	-0,7	1,1	0,8	-	-	1,4	1,7
IV	0,4	0,4	0,4	0,1	0,4	0,7	0,0	0,2	-	-	0,8	0,8
2015 I	0,4	0,6	0,5	0,6	0,8	0,6	1,3	0,5	-	-	0,6	1,2
II	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
tasas de variación anual												
2012	-0,8	-2,3	-1,3	-0,1	-3,7	-4,2	-5,1	1,2	-	-	2,7	-0,7
2013	-0,4	-0,7	-0,6	0,2	-2,4	-3,3	-1,7	-0,3	-	-	2,0	1,3
2014	0,8	0,9	1,0	0,6	1,2	-1,3	4,5	2,8	-	-	3,8	4,1
2014 III	0,8	0,6	1,0	0,6	0,6	-2,9	4,8	3,5	-	-	4,1	3,9
IV	0,9	1,0	1,5	0,7	0,5	-1,5	2,5	2,7	-	-	4,1	4,6
2015 I	1,0	1,3	1,7	1,1	0,8	-1,3	3,4	2,2	-	-	4,2	5,1
II	1,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2014 III	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-	-
IV	0,4	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
2015 I	0,4	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	-	-
II	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
contribuciones a las tasas de variación anual del PIB; puntos porcentuales												
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,8	-1,8	-1,3	0,2	-0,8	1,4	-	-
2013	-0,4	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-1,4	-0,4	0,0	0,1	0,4	-	-
2014	0,8	0,8	0,5	0,1	0,2	-0,5	1,0	0,4	-0,1	0,0	-	-
2014 III	0,8	0,6	0,6	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1	-0,2	0,2	-	-
IV	0,9	0,9	0,8	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-	-
2015 I	1,0	1,2	0,9	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-	-
II	1,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### 3 Actividad económica

#### 3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Valor añadido bruto (precios básicos)										Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
		Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividad inmobiliaria	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2012	8.845,3	151,3	1.728,4	467,2	1.675,9	410,3	439,1	1.016,3	924,6	1.717,9	314,4	994,8
2013	8.924,2	154,5	1.740,7	460,1	1.684,8	407,2	440,6	1.032,5	937,1	1.748,0	318,7	1.007,5
2014	9.068,0	148,9	1.763,9	461,3	1.709,3	410,9	450,0	1.054,0	960,2	1.784,1	325,2	1.035,5
2014 II	2.261,4	38,0	440,2	115,0	425,5	102,6	113,2	262,9	239,0	444,1	80,9	259,3
III	2.272,1	36,9	442,6	114,6	428,6	102,9	112,8	263,8	240,9	447,6	81,6	259,4
IV	2.283,3	35,8	445,7	115,7	431,6	103,2	112,1	265,6	242,9	448,7	82,0	261,6
2015 I	2.306,1	36,6	449,7	116,7	437,6	103,9	113,8	266,9	245,2	453,1	82,5	258,9
en porcentaje del valor añadido												
2014	100,0	1,6	19,5	5,1	18,9	4,5	5,0	11,6	10,6	19,7	3,6	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2014 II	0,0	-0,1	0,0	-1,6	-0,1	0,6	-0,3	0,3	0,4	0,1	-0,2	1,1
III	0,2	0,9	0,0	-1,0	0,4	0,8	0,4	0,2	0,6	0,1	0,6	-0,4
IV	0,2	-2,1	0,2	0,7	0,5	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	1,3
2015 I	0,4	1,4	0,3	0,5	0,9	0,7	0,5	0,1	0,7	0,1	0,1	-0,2
tasas de variación anual												
2012	-0,6	-3,0	-0,5	-5,9	-1,3	2,5	0,7	0,0	-0,9	0,2	-0,6	-2,6
2013	-0,3	2,5	-0,5	-2,9	-0,5	-0,1	-1,7	1,0	0,2	0,0	-0,4	-1,2
2014	0,9	3,7	0,4	-0,7	1,3	1,8	-0,5	1,3	1,5	0,7	0,7	0,7
2014 II	0,8	4,3	0,3	-0,6	1,1	1,9	-0,6	1,3	1,2	0,8	0,4	0,4
III	0,8	4,8	0,4	-1,9	1,1	2,2	-0,1	1,3	1,5	0,7	0,6	0,3
IV	0,8	0,2	0,1	-1,3	1,3	1,6	0,2	1,3	2,0	0,5	0,8	1,6
2015 I	0,9	0,1	0,6	-1,5	1,7	2,2	0,5	0,9	2,0	0,5	0,6	1,9
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2014 II	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
III	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
IV	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2015 I	0,4	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación anual del valor añadido; puntos porcentuales												
2012	-0,6	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 II	0,8	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	-
III	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	-
IV	0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015 I	0,9	0,0	0,1	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### 3 Actividad económica

#### 3.3 Empleo <sup>1)</sup>

(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	12,8	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,9	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>tasas de variación interanual</i>													
2012	-0,5	-0,5	-0,1	-1,1	-0,6	-4,5	-0,6	1,0	-0,5	0,2	0,7	-0,1	0,6
2013	-0,7	-0,7	-0,8	-1,2	-1,5	-4,3	-0,5	-0,1	-1,2	-0,9	0,2	0,0	0,0
2014	0,6	0,8	-0,4	0,9	-0,1	-1,8	0,8	1,1	-0,9	0,7	2,0	0,7	0,6
2014 II	0,6	0,8	-0,5	0,7	-0,1	-1,9	0,9	0,9	-1,3	0,6	2,1	0,7	0,2
III	0,7	1,0	-0,5	0,5	0,1	-1,3	1,0	1,3	-0,9	0,9	2,1	0,7	0,7
IV	0,9	1,1	-0,5	0,6	0,3	-1,5	0,9	1,4	-0,6	0,9	2,5	0,7	1,8
2015 I	0,8	1,0	-0,2	0,1	0,4	-0,1	1,1	1,2	-0,7	1,5	2,5	0,5	0,4
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	21,5	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,9	25,9	2,8	2,7	1,0	12,5	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,9	2,8	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,5	-2,1	-2,2	-7,0	-2,1	0,5	-1,3	-0,8	-0,5	-0,6	-0,4
2013	-1,3	-1,3	-1,2	-1,5	-1,7	-5,6	-1,1	-0,3	-1,6	-1,9	-0,5	-0,5	-0,8
2014	0,6	0,9	-0,3	0,8	0,4	-1,4	0,8	1,0	-1,3	0,2	2,0	0,9	0,2
2014 II	0,4	0,7	-0,8	0,2	-0,4	-1,9	0,7	0,9	-2,0	0,0	1,9	0,9	0,1
III	0,6	1,0	-0,9	0,3	0,3	-1,6	0,9	1,0	-1,5	-0,2	2,0	0,8	0,1
IV	1,1	1,3	0,2	1,8	0,9	-0,7	1,0	1,4	-1,3	1,3	2,7	0,9	1,6
2015 I	0,6	0,8	-0,3	1,2	0,4	-0,2	0,6	0,8	-1,3	2,0	2,1	0,4	0,5
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,6	-1,5	-0,5	-0,7	-1,0	-1,1	-0,6	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,2	-1,3	-0,6	-0,3	-0,4	-1,0	-0,8	-0,5	-0,8
2014	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	0,2	-0,4
2014 II	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,0	-0,7	-0,7	-0,3	0,1	-0,1
III	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,6	-1,1	-0,1	0,1	-0,6
IV	0,2	0,2	0,6	1,1	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,7	0,3	0,2	0,2	-0,2
2015 I	-0,2	-0,1	0,0	1,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	0,5	-0,4	-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 <sup>1)</sup>	Sub-empleo, % de población activa <sup>1)</sup>	Desempleo												Tasa de vacantes <sup>2)</sup>	
		Total		Desempleo de larga duración, % de población activa	Por edad				Por sexo						
		Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino				
		1	2		Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	% total puestos de trabajo		
% del total en 2013		100,0		81,3			18,7		53,6		46,4			14	
2012	159,111	3,9	18,187	11,4	5,2	14,630	10,1	3,557	23,6	9,758	11,3	8,429	11,5	1,6	
2013	159,334	4,6	19,233	12,0	5,9	15,640	10,8	3,593	24,3	10,307	11,9	8,926	12,1	1,5	
2014	160,315	4,6	18,625	11,6	6,1	15,213	10,4	3,412	23,7	9,917	11,5	8,708	11,8	1,7	
2014 III	160,475	4,4	18,544	11,6	5,9	15,148	10,4	3,397	23,6	9,817	11,3	8,726	11,8	1,6	
IV	160,966	4,6	18,402	11,5	6,1	15,081	10,3	3,322	23,2	9,753	11,3	8,649	11,7	1,8	
2015 I	160,084	4,7	17,981	11,2	5,9	14,741	10,1	3,240	22,7	9,560	11,1	8,422	11,4	1,7	
II	-	-	17,759	11,1	-	14,589	10,0	3,170	22,3	9,402	10,9	8,356	11,3	-	
2015 Feb	-	-	17,956	11,2	-	14,720	10,1	3,236	22,7	9,542	11,0	8,415	11,4	-	
Mar	-	-	17,912	11,2	-	14,688	10,1	3,224	22,6	9,513	11,0	8,399	11,4	-	
Abr	-	-	17,790	11,1	-	14,594	10,0	3,196	22,4	9,412	10,9	8,378	11,3	-	
May	-	-	17,741	11,1	-	14,588	10,0	3,153	22,2	9,417	10,9	8,323	11,2	-	
Jun	-	-	17,745	11,1	-	14,584	10,0	3,161	22,3	9,377	10,9	8,368	11,3	-	
Jul	-	-	17,532	10,9	-	14,439	9,9	3,093	21,9	9,265	10,7	8,267	11,2	-	

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	Índicador 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
	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0				
Tasas de variación interanual																		
2012	-2,4	-2,6	-4,4	-1,0	-2,5	-0,1	-5,8	-3,8	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,1					
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4					
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,4	0,4	3,7					
2014 III	0,6	1,2	0,4	1,5	1,9	-3,1	-1,4	2,3	0,8	-0,3	2,0	-0,3	4,1					
IV	0,3	0,9	-0,4	0,9	2,6	-3,2	-0,8	2,9	1,9	0,8	2,9	1,5	1,6					
2015 I	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,3	4,6	-1,6	1,0	2,1	1,0	3,1	2,2	9,0					
II	1,2	1,5	0,7	2,6	0,8	-0,9	-1,0	4,7	2,1	1,1	3,1	2,3	6,9					
2015 Ene	0,7	0,2	-0,2	0,5	0,3	2,6	0,4	0,6	2,4	2,0	2,9	2,7	11,0					
Feb	2,0	1,2	-0,3	1,4	2,5	6,9	-3,5	0,9	2,4	1,0	3,5	3,1	8,1					
Mar	2,1	1,9	0,2	1,2	4,1	4,5	-2,0	1,5	1,6	0,2	2,9	1,0	8,2					
Abr	0,8	0,9	0,0	2,1	-0,1	0,9	-1,2	2,8	2,6	1,4	3,6	2,9	6,4					
May	1,6	2,3	2,0	4,1	0,3	-3,6	0,2	4,3	2,6	1,9	3,4	2,2	6,8					
Jun	1,2	1,4	0,2	1,7	2,1	0,0	-2,3	7,0	1,2	0,1	2,3	1,8	7,5					
Tasas de variación intermensual (d.)																		
2015 Ene	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,5	1,5	1,0	-2,2	0,6	0,7	1,1	0,5	1,5					
Feb	1,0	1,0	0,1	0,6	2,5	1,3	-1,4	0,1	0,0	-0,6	0,5	-0,7	0,0					
Mar	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	-1,8	0,6	0,6	-0,4	-0,4	-0,2	-0,8	-0,6					
Abr	0,1	0,2	0,1	0,5	-0,4	-1,0	-0,3	2,4	0,7	1,0	0,2	0,6	0,8					
May	-0,2	0,2	0,1	1,2	-0,3	-2,9	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,2	-0,2	-1,5					
Jun	-0,4	-0,9	-0,5	-1,8	-0,3	3,2	-1,9	2,1	-0,6	-0,8	-0,2	0,0	1,6					

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)

Indice del sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)								Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	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	Producto de las manufacturas	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de la actividad total	
	Índicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Índice de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-13	100,2	-6,1	80,9	-12,8	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-22,0	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,7	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,1	-27,4	-3,2	4,8	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 III	101,2	-4,6	80,4	-10,0	-27,3	-3,9	4,5	87,7	50,9	51,6	53,2	52,8
IV	100,8	-4,5	80,8	-11,3	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 I	102,6	-4,0	81,1	-6,3	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
II	103,7	-3,2	81,1	-5,3	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
2015 Mar	103,9	-2,9	-	-3,7	-24,2	-0,8	6,1	-	52,2	53,6	54,2	54,0
Apr	103,8	-3,2	81,2	-4,6	-25,5	-0,8	7,0	88,5	52,0	53,4	54,1	53,9
May	103,8	-3,0	-	-5,6	-25,0	1,5	7,9	-	52,2	53,3	53,8	53,6
Jun	103,5	-3,4	-	-5,6	-24,2	-1,3	7,9	-	52,5	53,6	54,4	54,2
Jul	104,0	-2,9	81,1	-7,2	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9
Ago	104,2	-3,7	-	-6,9	-22,7	3,1	10,2	-	52,3	53,9	54,3	54,1

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)

Tasa de ahorro (bruta) <sup>1)</sup>	Hogares							Sociedades no financieras					
	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación	
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada)	Tasas de variación interanual						Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	13,0	97,8	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,7	-	3,0	10,1	2,0
2012	12,6	97,4	-1,8	1,7	-4,6	0,6	-2,3	31,0	1,8	133,3	1,4	-6,2	1,0
2013	12,7	96,0	-0,5	1,4	-3,5	0,4	-2,2	30,6	3,1	131,9	2,2	-1,7	1,1
2014 II	12,6	95,5	0,4	1,5	-0,2	2,7	-0,1	30,9	3,2	132,4	2,4	2,0	1,2
III	12,7	95,0	1,6	1,7	-0,7	2,7	0,4	31,5	3,2	132,1	2,0	1,9	1,0
IV	12,7	95,1	1,3	1,7	-0,5	2,3	0,7	32,2	2,6	133,1	1,9	0,9	1,1
2015 I	12,7	94,7	2,2	1,9	-0,1	3,8	1,3	-	2,7	135,3	2,5	1,0	1,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Basada en sumas acumuladas de cuatro trimestres del ahorro y de la renta disponible (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 <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria			
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014 III	835,8	778,1	57,7	491,2	428,7	175,5	157,9	144,9	136,3	24,2	55,2	6,8	2,6
IV	842,7	784,9	57,8	505,3	430,4	177,9	164,6	135,6	130,8	24,0	59,1	12,8	5,3
2015 I	865,3	783,6	81,7	509,0	432,6	182,1	165,6	149,2	127,1	25,0	58,3	8,4	4,5
II	870,2	801,9	68,3	520,0	439,3	182,6	166,8	141,8	134,8	25,9	61,0	9,7	5,7
2015 Ene	282,9	255,1	27,9	166,7	139,8	59,6	54,0	48,2	42,5	8,5	18,7	2,3	1,5
Feb	287,7	260,5	27,2	170,5	142,9	60,7	55,6	48,0	41,9	8,5	20,2	2,6	1,2
Mar	294,7	268,1	26,7	171,8	149,9	61,9	56,0	53,0	42,7	8,0	19,4	3,5	1,8
Abr	292,8	269,0	23,8	174,3	145,8	59,7	56,2	50,9	45,7	7,9	21,3	2,4	1,3
May	291,5	272,4	19,1	172,9	147,9	62,2	55,6	46,8	46,0	9,6	22,9	3,7	1,5
Jun	285,9	260,5	25,4	172,8	145,6	60,6	55,0	44,1	43,1	8,4	16,8	3,5	2,9
transacciones acumuladas de 12 meses													
2015 Jun	3.414,0	3.148,5	265,5	2.025,4	1.731,0	718,1	654,9	571,4	529,0	99,1	233,6	37,7	18,1
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB													
2015 Jun	33,6	31,0	2,6	19,9	17,0	7,1	6,4	5,6	5,2	1,0	2,3	0,4	0,2

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

#### 3.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro<sup>1)</sup>, en términos nominales y reales por grupos de productos<sup>2)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

Exporta- ciones	Importa- ciones	Exportaciones (FOB)						Pro memoria: Manu- facturas	Importaciones (CIF)								
		Total			Bienes intermedios				Bienes de equipo			Bienes de consumo			Pro memoria		
		1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12	13		
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)																	
2014 III	2,9	0,4	486,1	236,1	96,9	139,5	397,7	439,5	269,4	62,1	101,0	287,7	73,3				
IV	4,5	0,0	498,3	237,4	102,4	145,1	409,4	435,6	260,3	63,3	102,9	293,5	65,9				
2015 I	5,1	1,5	503,9	240,5	103,7	148,5	420,0	444,1	258,9	69,5	108,7	312,5	58,3				
II	7,8	3,8	517,4				429,8	452,6				313,7					
2015 Ene	-0,7	-5,6	163,9	78,4	34,0	47,6	135,9	143,0	83,1	22,4	35,1	100,2	19,2				
Feb	4,3	1,0	168,6	80,5	35,1	49,7	141,0	147,4	86,1	23,3	36,0	104,4	18,9				
Mar	11,0	9,1	171,4	81,6	34,6	51,3	143,1	153,7	89,8	23,9	37,6	107,9	20,2				
Abr	8,6	4,8	173,4	81,7	35,4	51,3	144,0	151,8	89,1	23,7	36,3	105,4	19,3				
May	2,5	-0,2	170,8	80,7	34,3	50,9	141,4	149,5	86,8	22,3	36,7	103,0	19,0				
Jun	12,3	6,6	173,1				144,4	151,3				105,4					
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)																	
2014 III	1,2	2,1	114,5	112,6	114,4	116,4	114,7	101,5	101,1	100,4	103,0	104,6	88,8				
IV	3,1	2,0	117,2	113,7	119,3	121,0	116,9	102,0	101,9	98,5	102,5	104,2	97,0				
2015 I	2,5	4,8	117,3	114,5	118,7	121,9	117,7	105,1	105,7	103,5	104,8	107,3	111,0				
II	.	.	.														
2015 Ene	-1,5	-0,3	115,8	113,0	117,9	119,7	115,3	103,8	104,1	102,8	103,1	105,0	117,3				
Feb	1,5	4,7	117,7	115,0	120,7	121,9	118,8	104,7	105,6	105,2	103,6	107,7	108,9				
Mar	7,0	10,1	118,3	115,6	117,6	124,1	119,2	106,8	107,4	102,6	107,8	109,3	106,8				
Abr	3,1	2,8	118,3	114,6	119,0	122,4	118,5	104,0	104,6	101,8	102,8	105,8	98,8				
May	-2,5	-2,3	116,2	113,0	116,5	120,2	116,3	102,0	101,0	97,3	103,5	104,0	91,2				
Jun	.	.	.														

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 Consumo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total			Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)								Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2005 = 100	Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC excluidos precios administrados	Precios administrados	
											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
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2014 III	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,3	0,2	0,2	1,6
IV	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,4	-3,0	0,2	-0,1	-0,1	1,7
2015 I	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,5	0,1	-4,2	0,2	-0,5	1,2
II	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,6	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9
2015 Mar	117,9	-0,1	0,6	-0,9	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,1	1,7	0,0	-0,3	1,1
Abr	118,2	0,0	0,6	-0,7	1,0	0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,9
May	118,5	0,3	0,9	-0,4	1,3	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,9	0,3	0,3	1,0
Jun	118,5	0,2	0,8	-0,4	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,9
Jul	117,7	0,2	1,0	-0,5	1,2	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,7	0,2	0,1	0,9
Ago <sup>2)</sup>	117,8	0,2	1,0	-	1,2	-0,1	0,0	0,8	0,1	-2,2	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	21	22	23	24	25	
	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	
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0	
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7	
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	
2014 III	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3	
IV	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4	
2015 I	0,3	0,5	0,1	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2	
II	1,1	0,7	1,8	-1,4	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2	
2015 Mar	0,6	0,6	0,7	-1,7	0,0	-6,0	1,2	1,2	1,4	-1,7	1,1	1,3	
Abr	1,0	0,7	1,3	-1,6	0,1	-5,8	1,2	1,3	0,7	-1,2	1,2	1,2	
May	1,2	0,6	2,1	-1,2	0,2	-4,8	1,2	1,2	1,6	-0,8	1,8	1,3	
Jun	1,1	0,7	1,9	-1,3	0,3	-5,1	1,2	1,2	1,2	-0,8	1,3	1,1	
Jul	0,9	0,6	1,4	-1,3	0,4	-5,6	1,2	1,1	1,5	-0,7	1,6	1,0	
Ago <sup>2)</sup>	1,2	0,6	2,3	-	0,6	-7,1	-	-	-	-	-	-	

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 <sup>1)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>1), 2)</sup>		
	Total (índice: 2010 = 100)		Total		Industria excluidas construcción y energía				Energía						
			Industria manufac-		Total		Bienes intermedios		Bienes de equipo		Bienes de consumo				
	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					
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	-0,1		
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-2,0	-1,6		
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	1,3		
2014 III	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,5	2,1		
IV	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,7	2,8		
2015 I	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,3	1,1	.		
II	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	.	.	.		
2015 Feb	104,6	-2,8	-2,6	-0,7	-1,7	0,7	-0,7	-1,3	0,3	-8,1	-	-	-		
Mar	104,9	-2,3	-1,9	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-1,1	0,3	-6,8	-	-	-		
Abr	104,8	-2,1	-1,8	-0,4	-0,8	0,8	-0,8	-1,4	0,1	-6,4	-	-	-		
May	104,9	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,3	0,0	-6,3	-	-	-		
Jun	104,9	-2,1	-1,8	-0,4	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	-	-	-		
Jul	104,7	-2,1	-2,0	-0,4	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,2	-6,5	-	-	-		

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

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

2) Los datos se refieren al Euro-19.

### 4.3 Precios de las materias primas y deflactores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflactores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total		Demanda interna				Exporta-	Importa-		Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>		Ponderados por el destino <sup>2)</sup>				
	Total	d.; índice: 2010 = 100)	Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men-tación	No alimen-tación	Total	Ali- men-tación	No alimen-tación	
	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	
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,2	1,9	2,5	86,6	-7,2	0,2	-10,5	-3,1	5,8	-9,1	
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9	
2014	104,6	0,9	0,5	0,4	1,0	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7	
2014 III	104,7	0,9	0,5	0,3	1,1	0,5	-0,5	-1,5	78,0	-6,2	-1,7	-8,3	-2,1	0,2	-3,8	
IV	104,9	0,9	0,3	0,2	0,9	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7	
2015 I	105,3	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,5	-0,5	-2,9	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7	
II	-	-	-	-	-	-	-	-	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6	
2015 Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	52,4	1,0	4,6	-1,0	6,2	7,9	4,7	
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-1,4	3,4	-4,0	4,9	7,8	2,4	
May	-	-	-	-	-	-	-	-	58,9	-0,2	-0,3	-0,1	3,8	3,3	4,2	
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	56,7	-0,1	3,1	-1,9	3,3	5,9	1,1	
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	51,7	-3,6	11,1	-11,0	0,5	9,8	-7,1	
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	43,0	-7,5	4,7	-13,7	-4,0	5,5	-11,6	

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

1) Los deflactores 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)					Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-13	4,8	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 III	-0,7	-1,8	0,9	-16,9	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
IV	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2015 I	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
II	-1,1	3,3	3,0	-15,4	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
2015 Mar	-4,6	0,6	2,4	-16,3	-3,8	50,7	54,2	49,7	48,6
Abr	-2,7	2,8	2,3	-17,7	-2,0	52,4	53,6	50,1	48,9
May	-0,6	2,4	2,6	-13,7	0,6	56,0	55,4	50,0	49,3
Jun	0,0	4,7	4,2	-14,9	0,1	55,7	54,1	51,0	48,9
Jul	-0,1	0,8	2,1	-14,0	0,9	54,4	54,3	50,4	49,5
Ago	-2,4	3,1	2,1	-13,2	0,3	49,6	53,2	50,5	49,1

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: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: índicador de salarios negociados <sup>1)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente economía de no mercado	
		1	2	3	4	5	6
% del total en 2012		100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7
2012	100,0	2,0	2,0	2,1	2,4	1,3	2,2
2013	101,4	1,3	1,5	1,0	1,2	1,6	1,8
2014	102,6	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,7
2014 III	100,5	1,4	1,5	1,3	1,3	1,8	1,7
IV	107,9	1,2	1,1	1,3	1,1	1,3	1,7
2015 I	97,6	2,2	2,2	2,1	2,3	1,9	1,4
II	.	.	.	.	.	.	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 por 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 finan- cieras y de seguros	Activi- dad inmo- biliaria	Actividades profesio- nales, administrati- vas y servi- cios auxiliares	Administración pública, educa- ción, 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	2,2	1,8	3,8	2,4	0,0	0,0	1,3	3,7	0,6	3,1
2013	103,8	1,3	0,2	1,8	0,1	1,0	0,8	2,6	-1,9	1,2	1,7	1,7
2014	105,0	1,2	-3,8	1,8	0,5	0,7	1,2	1,0	0,5	2,1	1,3	1,0
2014 II	104,8	1,1	-4,7	1,8	0,3	0,9	0,9	0,9	0,2	2,4	1,1	1,2
III	105,3	1,3	-4,8	1,8	1,2	1,0	1,0	0,6	1,2	2,3	1,3	1,1
IV	105,5	1,3	-0,7	2,3	1,1	0,7	1,7	0,9	0,4	2,1	1,5	1,5
2015 I	105,8	1,2	1,3	1,7	2,0	0,5	0,4	0,0	3,5	2,5	1,6	0,9
Remuneración por asalariado												
2012	103,6	1,5	0,3	1,9	2,3	1,7	1,5	1,2	1,1	2,1	0,9	1,9
2013	105,3	1,6	3,9	2,8	1,6	1,0	0,7	2,0	-0,1	1,1	1,7	1,4
2014	106,8	1,4	-1,1	2,3	1,6	1,2	2,0	1,4	1,0	1,6	1,3	1,1
2014 II	106,7	1,3	-1,3	2,1	1,7	1,1	1,8	1,7	0,9	1,5	1,2	1,4
III	107,1	1,3	-0,7	2,1	0,6	1,1	1,9	1,3	1,6	1,7	1,3	1,0
IV	107,6	1,3	-1,1	2,2	1,2	1,1	1,9	1,8	0,8	1,5	1,4	0,5
2015 I	108,2	1,5	1,3	1,9	0,5	1,2	1,4	1,3	2,9	2,0	1,6	1,1
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2012	101,1	-0,4	-1,9	0,1	-1,4	-0,7	1,5	1,2	-0,2	-1,5	0,3	-1,1
2013	101,4	0,3	3,7	1,0	1,5	0,1	-0,1	-0,6	1,9	-0,1	0,0	-0,3
2014	101,7	0,3	2,7	0,5	1,1	0,5	0,8	0,4	0,5	-0,5	0,0	0,1
2014 II	101,8	0,2	3,5	0,4	1,3	0,3	1,0	0,8	0,7	-0,9	0,0	0,2
III	101,7	0,1	4,3	0,3	-0,6	0,1	0,9	0,7	0,4	-0,6	0,0	-0,1
IV	102,0	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,9	0,3	-0,5	-0,1	-1,1
2015 I	102,2	0,2	-0,1	0,2	-1,4	0,7	0,9	1,3	-0,6	-0,5	0,0	0,2
Remuneración por hora trabajada												
2012	104,8	2,9	2,3	3,5	5,1	3,4	2,0	1,7	1,7	3,2	1,4	2,9
2013	107,2	2,3	4,2	3,0	3,0	1,8	1,0	2,5	1,4	2,1	2,2	2,1
2014	108,6	1,3	-0,9	1,8	1,3	1,2	1,9	1,7	1,1	1,5	1,1	1,3
2014 II	108,4	1,4	-0,6	2,5	1,7	1,3	1,7	2,2	1,5	1,4	0,9	0,9
III	108,8	1,3	-0,6	1,9	0,6	1,2	1,7	1,7	1,3	1,4	1,2	1,4
IV	109,0	1,1	-1,5	1,6	0,7	0,9	1,5	2,5	0,3	1,3	1,1	0,5
2015 I	109,9	1,6	1,0	2,0	0,4	1,6	1,1	2,0	2,7	2,2	1,7	0,6
Productividad del trabajo por hora												
2012	102,3	0,9	-0,9	1,7	1,2	0,7	2,1	2,0	0,8	-0,4	0,9	-0,1
2013	103,3	1,0	4,1	1,2	2,8	0,6	0,2	-0,1	2,9	0,7	0,5	0,5
2014	103,5	0,2	2,9	0,0	0,8	0,5	0,9	0,7	1,0	-0,4	-0,2	0,5
2014 II	103,6	0,4	4,1	0,7	1,4	0,4	1,0	1,5	1,4	-0,6	-0,1	0,3
III	103,4	0,2	4,5	0,1	-0,3	0,2	1,2	1,4	1,5	-0,5	-0,1	0,5
IV	103,4	-0,2	-1,6	-0,7	-0,6	0,3	0,2	1,6	0,0	-0,7	-0,3	-0,8
2015 I	103,9	0,4	-1,2	0,2	-1,3	1,2	1,3	1,8	-1,1	-0,1	0,1	0,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 5 Dinero y crédito

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años			
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2012	863,4	4.244,0	5.107,5	1.803,3	2.081,5	3.884,8	8.992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9.781,0
2013	908,8	4.482,6	5.391,4	1.691,2	2.123,2	3.814,4	9.205,8	120,0	417,8	86,5	624,3	9.830,0
2014	967,3	4.949,1	5.916,4	1.605,0	2.129,6	3.734,5	9.650,9	122,2	427,3	104,4	653,9	10.304,8
2014 III	948,2	4.745,2	5.693,4	1.647,5	2.136,6	3.784,1	9.477,5	122,4	419,0	68,8	610,2	10.087,7
IV	967,3	4.949,1	5.916,4	1.605,0	2.129,6	3.734,5	9.650,9	122,2	427,3	104,4	653,9	10.304,8
2015 I	993,7	5.173,7	6.167,4	1.529,2	2.133,5	3.662,7	9.830,1	125,7	436,5	96,9	659,1	10.489,2
II	1.015,0	5.303,2	6.318,2	1.478,8	2.162,1	3.640,9	9.959,0	91,1	438,0	97,0	626,1	10.585,2
2015 Feb	992,4	5.106,6	6.099,0	1.535,3	2.123,3	3.658,6	9.757,6	132,4	443,0	108,9	684,3	10.441,9
Mar	993,7	5.173,7	6.167,4	1.529,2	2.133,5	3.662,7	9.830,1	125,7	436,5	96,9	659,1	10.489,2
Abr	1.003,3	5.189,9	6.193,2	1.518,9	2.151,1	3.670,0	9.863,2	129,5	451,7	103,5	684,7	10.547,9
May	1.006,7	5.264,9	6.271,6	1.486,1	2.157,2	3.643,3	9.914,9	111,7	442,9	92,7	647,3	10.562,2
Jun	1.015,0	5.303,2	6.318,2	1.478,8	2.162,1	3.640,9	9.959,0	91,1	438,0	97,0	626,1	10.585,2
Jul <sup>(p)</sup>	1.021,1	5.377,6	6.398,7	1.469,8	2.163,1	3.632,9	10.031,5	105,7	456,2	90,5	652,3	10.683,9
Operaciones												
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,6	332,8
2013	45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014	58,0	370,2	428,1	-91,9	3,6	-88,3	339,8	0,8	10,7	12,5	24,0	363,7
2014 III	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	10,0	3,4	5,3	109,1
IV	19,1	125,9	145,1	-40,9	-9,0	-50,0	95,1	-0,5	11,2	18,4	29,1	124,2
2015 I	25,2	188,7	213,9	-63,3	4,8	-58,5	155,4	2,3	4,9	-8,7	-1,6	153,9
II	21,3	151,6	172,8	-49,1	15,0	-34,1	138,7	-34,3	1,5	1,9	-30,9	107,9
2015 Feb	7,6	47,2	54,8	-19,3	2,7	-16,6	38,2	12,8	4,4	6,9	24,1	62,3
Mar	1,3	59,8	61,1	-8,9	10,4	1,5	62,6	-7,0	-6,6	-13,2	-26,8	35,8
Abr	9,6	37,7	47,4	-8,5	4,0	-4,5	42,8	4,1	15,3	7,5	26,9	69,7
May	3,4	70,9	74,3	-34,1	6,0	-28,1	46,2	-18,0	-8,8	-11,1	-37,9	8,3
Jun	8,2	43,0	51,2	-6,5	5,0	-1,5	49,7	-20,4	-4,9	5,4	-19,9	29,8
Jul <sup>(p)</sup>	6,1	70,5	76,6	-14,1	1,0	-13,1	63,4	14,4	18,2	-6,4	26,2	89,7
Tasas de crecimiento												
2012	2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014	6,4	8,2	7,9	-5,4	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	18,3	3,9	3,7
2014 III	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-1,1	-26,8	-4,1	2,5
IV	6,4	8,2	7,9	-5,4	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	18,3	3,9	3,7
2015 I	7,3	10,5	10,0	-7,7	0,3	-3,2	4,6	5,1	5,3	11,0	5,5	4,7
II	8,8	12,3	11,7	-10,8	0,7	-4,3	5,2	-30,9	6,8	25,1	0,5	4,9
2015 Feb	7,9	9,4	9,1	-7,3	0,0	-3,2	4,1	0,5	3,4	22,1	4,8	4,1
Mar	7,3	10,5	10,0	-7,7	0,3	-3,2	4,6	5,1	5,3	11,0	5,5	4,7
Abr	8,2	11,0	10,5	-8,0	0,5	-3,3	4,9	6,2	9,2	40,0	11,6	5,3
May	8,3	11,8	11,2	-10,3	0,7	-4,1	5,0	-9,5	7,7	15,1	4,7	5,0
Jun	8,8	12,3	11,7	-10,8	0,7	-4,3	5,2	-30,9	6,8	25,1	0,5	4,9
Jul <sup>(p)</sup>	8,9	12,7	12,1	-11,5	0,8	-4,6	5,4	-19,1	7,9	25,6	3,6	5,3

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 M3<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Institucio- nes finan- cieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Adminis- traciones Públi- cas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponi- bles con preaviso hasta 3 meses	Cesio- nes tem- porales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponi- bles con preaviso hasta 3 meses	Cesio- nes tem- porales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2012	1.618,7	1.112,8	406,9	88,1	10,8	5.308,6	2.360,4	977,3	1.960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1.710,6	1.198,6	400,8	94,7	16,5	5.414,0	2.542,6	875,7	1.991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1.813,6	1.329,4	368,3	96,5	19,5	5.556,9	2.753,4	810,7	1.989,9	2,8	885,5	218,9	330,8
2014 III	1.789,5	1.283,8	391,1	99,2	15,4	5.531,9	2.686,9	845,1	1.995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
IV	1.813,6	1.329,4	368,3	96,5	19,5	5.556,9	2.753,4	810,7	1.989,9	2,8	885,5	218,9	330,8
2015 I	1.847,0	1.392,6	340,4	99,0	14,9	5.598,3	2.843,8	761,7	1.988,8	3,9	952,8	225,0	339,0
II	1.851,9	1.407,1	320,7	111,9	12,2	5.649,4	2.911,5	734,7	2.000,3	2,8	965,7	228,6	339,6
2015 Feb	1.851,7	1.393,7	347,1	97,0	13,9	5.566,5	2.810,2	771,1	1.980,9	4,3	905,4	224,4	349,6
Mar	1.847,0	1.392,6	340,4	99,0	14,9	5.598,3	2.843,8	761,7	1.988,8	3,9	952,8	225,0	339,0
Abr	1.844,5	1.387,5	333,3	112,8	10,9	5.611,5	2.859,2	756,7	1.991,9	3,7	959,3	229,8	344,3
May	1.852,0	1.403,6	324,3	111,9	12,2	5.624,4	2.878,1	745,8	1.996,7	3,8	966,4	230,7	346,4
Jun	1.851,9	1.407,1	320,7	111,9	12,2	5.649,4	2.911,5	734,7	2.000,3	2,8	965,7	228,6	339,6
Jul <sup>(p)</sup>	1.889,1	1.440,1	323,2	113,0	12,8	5.667,8	2.945,3	721,5	1.997,8	3,2	980,9	233,7	344,6
Operaciones													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,6	90,2	-25,4	1,4	2,5	140,4	209,1	-65,6	-1,4	-1,7	46,4	6,3	20,9
2014 III	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
IV	7,1	16,3	-12,1	-1,2	4,0	26,0	67,7	-33,0	-6,6	-2,0	56,4	-8,2	-5,7
2015 I	29,6	49,1	-17,2	2,5	-4,9	39,1	81,4	-43,3	-0,1	1,1	50,5	4,6	8,6
II	8,8	29,4	-19,0	1,0	-2,6	52,9	71,6	-27,2	9,6	-1,1	16,9	3,9	0,7
2015 Feb	11,7	13,5	-5,0	0,8	2,5	12,1	23,4	-12,7	1,0	0,4	18,3	-4,6	5,8
Mar	-9,0	-3,9	-8,0	2,0	0,9	30,7	32,8	-9,9	8,2	-0,4	43,0	0,3	-10,7
Abr	1,6	10,0	-6,3	1,9	-3,9	14,9	18,9	-5,0	1,3	-0,3	10,2	5,1	5,4
May	5,2	14,4	-9,5	-0,9	1,2	12,0	18,3	-11,2	4,7	0,2	4,8	0,7	2,0
Jun	2,0	5,0	-3,2	0,0	0,1	25,9	34,4	-11,1	3,6	-1,1	1,8	-1,9	-6,7
Jul <sup>(p)</sup>	33,3	31,4	0,3	1,1	0,5	17,6	33,2	-13,6	-2,4	0,4	13,0	4,8	3,2
Tasas de crecimiento													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	4,0	7,5	-6,3	1,5	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,4	7,0
2014 III	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
IV	4,0	7,5	-6,3	1,5	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,4	7,0
2015 I	4,6	9,5	-10,0	3,6	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,8	5,2
II	4,2	10,1	-14,1	4,5	-23,3	3,0	10,8	-13,9	0,2	-38,0	13,7	-1,3	5,1
2015 Feb	4,8	9,9	-8,9	1,3	-21,9	2,5	8,9	-10,3	-0,2	-25,5	7,9	-0,9	8,0
Mar	4,6	9,5	-10,0	3,6	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,8	5,2
Abr	4,4	9,9	-11,4	5,5	-37,8	2,9	10,0	-11,4	0,1	-35,3	15,6	1,5	7,5
May	4,4	10,4	-13,9	4,5	-24,1	2,9	10,2	-12,7	0,2	-25,3	13,4	1,8	8,5
Jun	4,2	10,1	-14,1	4,5	-23,3	3,0	10,8	-13,9	0,2	-38,0	13,7	-1,3	5,1
Jul <sup>(p)</sup>	5,5	11,7	-14,3	4,6	-11,1	3,1	11,2	-15,1	0,2	-35,4	14,4	-1,6	4,9

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 euro<sup>1)</sup>

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro									
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios		
					Total	A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>				
						Ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos <sup>2)</sup>							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos													
2012	3.410,8	1.169,3	2.241,5	13.069,5	10.860,0	-	4.544,6	5.242,3	984,3	89,0	1.435,9	773,6	
2013	3.407,5	1.096,3	2.311,2	12.709,4	10.546,4	-	4.354,1	5.221,4	872,6	98,3	1.363,9	799,1	
2014	3.609,7	1.131,7	2.478,0	12.562,5	10.512,2	-	4.280,3	5.199,3	904,6	128,1	1.276,5	773,8	
2014 III	3.508,9	1.102,2	2.406,7	12.561,8	10.444,8	-	4.288,1	5.194,6	858,8	103,3	1.307,0	810,1	
IV	3.609,7	1.131,7	2.478,0	12.562,5	10.512,2	-	4.280,3	5.199,3	904,6	128,1	1.276,5	773,8	
2015 I	3.674,0	1.153,4	2.520,6	12.674,3	10.613,9	-	4.310,1	5.233,7	935,5	134,6	1.273,1	787,3	
II	3.684,8	1.137,6	2.547,1	12.624,5	10.590,4	-	4.291,7	5.257,2	905,0	136,5	1.243,7	790,3	
2015 Feb	3.638,7	1.146,7	2.492,0	12.650,5	10.588,3	-	4.312,8	5.221,0	917,4	137,1	1.272,9	789,3	
Mar	3.674,0	1.153,4	2.520,6	12.674,3	10.613,9	-	4.310,1	5.233,7	935,5	134,6	1.273,1	787,3	
Abr	3.702,3	1.151,6	2.550,7	12.654,0	10.610,4	-	4.303,9	5.236,3	933,1	137,1	1.262,0	781,7	
May	3.698,4	1.144,0	2.554,4	12.659,4	10.611,2	-	4.300,4	5.243,4	923,2	144,2	1.257,2	791,0	
Jun	3.684,8	1.137,6	2.547,1	12.624,5	10.590,4	-	4.291,7	5.257,2	905,0	136,5	1.243,7	790,3	
Jul (p)	3.727,5	1.132,7	2.594,8	12.712,5	10.608,6	-	4.300,0	5.260,5	916,7	131,5	1.297,4	806,5	
Operaciones													
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5	
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6	
2014	73,6	16,3	57,3	-106,8	-50,7	19,2	-58,3	-15,0	11,0	11,6	-90,0	33,9	
2014 III	40,4	-1,4	41,8	-18,7	-10,3	-10,6	-18,4	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7	
IV	47,5	12,8	34,7	1,7	22,8	33,6	4,3	5,1	6,8	6,6	-36,7	15,6	
2015 I	38,5	21,5	17,0	34,6	45,8	52,9	8,3	20,1	11,5	6,0	-4,0	-7,2	
II	59,8	-15,4	75,2	-13,1	4,0	22,3	1,2	29,7	-28,9	2,0	-24,3	7,1	
2015 Feb	-20,1	2,7	-22,8	10,6	8,3	15,5	10,3	1,4	-1,5	-1,9	-5,7	8,0	
Mar	27,2	5,4	21,9	14,0	21,5	20,9	-3,0	12,9	14,2	-2,6	-1,1	-6,4	
Abr	39,3	-1,5	40,8	-1,9	12,5	23,1	2,2	7,1	0,6	2,7	-8,9	-5,6	
May	8,9	-7,8	16,7	1,2	-1,7	6,6	-4,8	6,9	-10,9	7,0	-4,9	7,8	
Jun	11,6	-6,0	17,6	-12,4	-6,8	-7,4	3,8	15,7	-18,7	-7,7	-10,5	4,9	
Jul (p)	31,6	-5,0	36,7	77,2	21,2	35,9	9,7	4,5	12,1	-5,0	44,9	11,0	
Tasas de crecimiento													
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2	
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9	
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,2	
2014 III	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,5	8,5	-8,5	1,8	
IV	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,2	
2015 I	2,8	2,0	3,2	-0,3	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-5,0	2,9	
II	5,3	1,6	7,1	0,0	0,6	0,9	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-6,0	2,6	
2015 Feb	1,9	1,5	2,1	-0,5	-0,1	0,6	-0,6	-0,2	0,5	15,4	-5,6	4,0	
Mar	2,8	2,0	3,2	-0,3	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-5,0	2,9	
Abr	3,9	2,4	4,7	0,0	0,1	0,9	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,5	2,7	
May	4,1	0,9	5,6	0,2	0,6	1,0	-0,2	1,0	-0,9	27,0	-5,4	3,7	
Jun	5,3	1,6	7,1	0,0	0,6	0,9	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-6,0	2,6	
Jul (p)	5,8	0,8	8,1	0,7	0,9	1,4	0,4	1,3	0,4	10,1	-2,8	3,0	

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Dinero y crédito

### 5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del euro <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>				Hogares <sup>3)</sup>				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda
	Ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos <sup>4)</sup>	2	3	4	5	Ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos <sup>4)</sup>	7	8	9
Saldos vivos									
2012	4.544,6	-	1.127,9	795,6	2.621,0	5.242,3	-	602,0	3.823,6
2013	4.354,1	-	1.065,6	740,8	2.547,8	5.221,4	-	573,5	3.851,5
2014	4.280,3	-	1.081,2	725,1	2.474,0	5.199,3	-	563,3	3.860,1
2014 III	4.288,1	-	1.056,5	726,1	2.505,4	5.194,6	-	567,1	3.843,7
IV	4.280,3	-	1.081,2	725,1	2.474,0	5.199,3	-	563,3	3.860,1
2015 I	4.310,1	-	1.089,9	738,9	2.481,3	5.233,7	-	567,9	3.890,4
II	4.291,7	-	1.084,5	744,4	2.462,8	5.257,2	-	578,5	3.907,6
2015 Feb	4.312,8	-	1.090,4	734,7	2.487,7	5.221,0	-	565,2	3.882,2
Mar	4.310,1	-	1.089,9	738,9	2.481,3	5.233,7	-	567,9	3.890,4
Abr	4.303,9	-	1.090,4	738,0	2.475,5	5.236,3	-	566,9	3.894,8
May	4.300,4	-	1.085,2	742,7	2.472,5	5.243,4	-	568,3	3.901,7
Jun	4.291,7	-	1.084,5	744,4	2.462,8	5.257,2	-	578,5	3.907,6
Jul (p)	4.300,0	-	1.086,9	744,7	2.468,3	5.260,5	-	578,7	3.911,7
Operaciones									
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6
2014	-58,3	-45,0	-13,6	1,6	-46,2	-15,0	41,2	-3,0	-3,2
2014 III	-18,4	-19,9	-3,1	-6,8	-8,4	8,2	9,6	1,2	13,1
IV	4,3	6,8	-7,3	8,5	3,0	5,1	13,9	-2,2	9,3
2015 I	8,3	11,2	-0,7	7,3	1,8	20,1	24,2	2,2	17,9
II	1,2	10,7	-0,1	11,6	-10,2	29,7	38,7	9,1	21,7
2015 Feb	10,3	12,4	3,1	-1,1	8,4	1,4	6,4	-0,7	3,8
Mar	-3,0	-2,0	-1,8	3,7	-4,9	12,9	11,6	2,9	7,5
Abr	2,2	4,2	3,7	0,7	-2,2	7,1	15,4	-0,7	7,5
May	-4,8	1,1	-6,2	4,3	-2,8	6,9	9,2	1,7	6,4
Jun	3,8	5,4	2,5	6,5	-5,2	15,7	14,0	8,2	7,8
Jul (p)	9,7	14,6	2,1	0,3	7,2	4,5	14,0	0,8	4,4
Tasas de crecimiento									
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7
2014	-1,3	-1,0	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1
2014 III	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2
IV	-1,3	-1,0	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1
2015 I	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,2	0,0	1,1	-0,1	0,2
II	-0,1	0,2	-1,1	2,8	-0,6	1,2	1,7	1,8	1,6
2015 Feb	-0,6	-0,3	0,5	0,8	-1,5	-0,2	0,9	-0,5	0,0
Mar	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,2	0,0	1,1	-0,1	0,2
Abr	-0,4	0,0	0,4	1,4	-1,2	0,0	1,3	-0,1	0,2
May	-0,2	0,2	0,4	2,4	-1,2	1,0	1,5	0,5	1,4
Jun	-0,1	0,2	-1,1	2,8	-0,6	1,2	1,7	1,8	1,6
Jul (p)	0,4	0,9	-0,2	3,1	-0,2	1,3	1,9	1,8	1,6
									-0,5

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Dinero y crédito

### 5.5 Contrapartidas de M3 distintas del crédito a residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

Tenencias de la Administración Central <sup>2)</sup>	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Activos netos frente a no residentes en la zona del euro	Otros			
	Total	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas		Total	Cesiones temporales a través de entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>	Adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2012	305,4	7.578,1	2.395,9	106,0	2.680,8	2.395,4	1.029,8	154,4	260,8	201,2
2013	260,2	7.311,0	2.373,3	91,5	2.506,3	2.340,0	1.153,9	130,6	183,8	122,1
2014	262,0	7.175,5	2.253,5	92,2	2.375,1	2.454,6	1.388,8	181,2	185,3	139,8
2014 III	249,7	7.336,1	2.278,6	92,4	2.457,0	2.507,9	1.419,3	183,5	163,6	121,7
IV	262,0	7.175,5	2.253,5	92,2	2.375,1	2.454,6	1.388,8	181,2	185,3	139,8
2015 I	287,6	7.314,0	2.259,8	90,5	2.394,8	2.568,8	1.511,5	230,9	234,8	159,1
II	265,1	7.155,8	2.219,9	86,5	2.331,5	2.517,9	1.457,0	239,8	224,5	143,7
2015 Feb	263,0	7.292,9	2.263,3	91,8	2.396,3	2.541,5	1.450,8	257,8	226,3	144,5
Mar	287,6	7.314,0	2.259,8	90,5	2.394,8	2.568,8	1.511,5	230,9	234,8	159,1
Abr	260,3	7.227,8	2.238,2	88,7	2.355,3	2.545,6	1.450,6	229,0	209,3	132,1
May	275,9	7.220,5	2.232,7	87,4	2.343,2	2.557,2	1.467,0	233,7	222,9	140,7
Jun	265,1	7.155,8	2.219,9	86,5	2.331,5	2.517,9	1.457,0	239,8	224,5	143,7
Jul <sup>(p)</sup>	248,1	7.148,2	2.228,9	85,7	2.316,0	2.517,5	1.391,7	248,5	202,2	137,4
Operaciones										
2012	-4,9	-112,8	-156,3	-10,2	-106,4	160,1	99,5	31,3	9,4	41,5
2013	-46,0	-90,8	-18,6	-14,3	-137,6	79,7	359,2	-66,6	32,2	43,9
2014	-6,9	-162,4	-120,1	2,1	-154,9	110,5	246,0	-18,3	1,5	17,7
2014 III	-20,9	-1,8	-28,4	2,3	-28,5	52,7	38,4	26,4	-7,7	2,6
IV	4,5	-94,1	-25,5	1,2	-77,4	7,5	37,8	-52,4	21,7	18,1
2015 I	22,4	-50,8	-31,1	-2,8	-47,2	30,3	3,6	48,8	49,4	19,3
II	-22,5	-80,8	-39,3	-4,0	-48,3	10,8	-8,1	-34,0	-10,3	-15,4
2015 Feb	-43,1	-17,5	-8,6	-1,0	-12,1	4,2	-21,1	32,3	23,0	11,3
Mar	24,6	-15,2	-6,0	-1,3	-22,7	14,8	28,8	-24,8	8,4	14,6
Abr	-27,3	-38,1	-19,2	-1,8	-18,9	1,8	-30,3	-2,7	-25,4	-27,0
May	15,6	-17,7	-6,9	-1,3	-23,9	14,4	4,3	-8,1	13,6	8,6
Jun	-10,8	-25,0	-13,2	-0,9	-5,5	-5,4	17,9	-23,2	1,6	3,1
Jul <sup>(p)</sup>	-17,0	-6,2	12,7	-0,7	-21,5	3,4	-55,1	12,7	-22,3	-6,4
Tasas de crecimiento										
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2014	-2,7	-2,2	-5,1	2,3	-6,1	4,6	-	-	0,8	14,5
2014 III	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
IV	-2,7	-2,2	-5,1	2,3	-6,1	4,6	-	-	0,8	14,5
2015 I	5,7	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	3,9	-	-	32,5	36,3
II	-6,0	-3,1	-5,4	-3,7	-8,1	4,1	-	-	31,0	20,7
2015 Feb	-4,3	-2,5	-5,8	0,9	-5,9	4,2	-	-	27,0	28,4
Mar	5,7	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	3,9	-	-	32,5	36,3
Abr	-5,6	-3,1	-5,5	-2,3	-7,3	3,3	-	-	28,6	33,0
May	-2,5	-3,2	-5,3	-3,8	-8,4	4,2	-	-	51,4	51,4
Jun	-6,0	-3,1	-5,4	-3,7	-8,1	4,1	-	-	31,0	20,7
Jul <sup>(p)</sup>	-12,7	-3,1	-4,4	-5,1	-8,5	3,5	-	-	19,0	13,6

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	
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,2
2012	-3,6	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-2,9	-2,5	-0,2	0,0	-0,1	-0,1
2014	-2,4	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,2
2014 II	-2,6	.	.	.	.	0,1
III	-2,4	.	.	.	.	0,3
IV	-2,4	.	.	.	.	0,2
2015 I	-2,4	.	.	.	.	0,2

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							Empleos de capital	
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes						
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	6		7	8	9	10	11	12		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	44,8	44,4	11,7	12,6	15,1	0,4	49,0	44,7	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3	
2012	45,9	45,5	12,2	12,9	15,3	0,4	49,5	45,1	10,4	5,3	3,0	22,6	4,4	
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,4	45,4	10,4	5,3	2,8	22,9	4,0	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,4	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7	
2014 II	46,7	46,2	12,5	13,0	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9	
III	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7	
IV	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,4	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7	
2015 I	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	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	IFM	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	85,8	2,9	15,3	67,5	42,7	24,3	43,1	12,2	73,6	20,3	29,8	35,7	84,0	1,8
2012	89,1	3,0	17,2	68,8	45,4	26,2	43,6	11,4	77,7	19,5	31,6	38,0	86,9	2,2
2013	90,9	2,7	17,0	71,2	45,9	26,1	45,0	10,4	80,5	19,4	32,2	39,3	89,0	2,0
2014	92,0	2,7	16,8	72,4	45,2	25,9	46,8	10,1	81,8	19,2	32,2	40,5	89,9	2,0
2014 II	92,7	2,7	16,7	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III	92,1	2,6	16,7	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	92,0	2,7	16,9	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 I	92,9	2,7	16,7	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 subyacentes <sup>1)</sup> (en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB <sup>2)</sup>	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 y en fondos de inversión		Participaciones en el capital y en fondos de inversión							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2011	2,1	1,2	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,1	0,8	3,9			
2012	3,3	0,6	0,1	1,1	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0			
2013	1,8	0,1	-0,2	-0,6	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	0,0	0,4	2,0	2,7			
2014	1,1	-0,2	0,2	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,2	1,1	2,7			
2014 II	0,9	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,3	2,6			
III	1,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,3	0,3	1,2	2,7			
IV	1,1	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,1	1,1	2,7			
2015 I	0,9	-0,2	0,1	0,2	0,4	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,0	2,7			

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 las 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 AAPP <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Vida residual media <sup>3)</sup>	Rendimiento nominal medio <sup>4)</sup>																									
		Total		Principal		Intereses		Saldos vivos				Operaciones															
		1		2		3		4		5		6		7		8		9		10		11		12		13	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13													
2012	16,3	14,2	4,9	2,1	0,5	6,3	3,8	1,7	1,1	4,0	3,1	1,6	2,2														
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8														
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6														
2014 II	16,6	14,5	5,4	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,7	3,6	2,7	1,1	1,6														
III	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6														
IV	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6														
2015 I	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,0	3,4	2,8	0,6	1,7														
2015 Feb	15,7	13,6	4,5	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,3	3,4	2,7	0,7	1,7														
Mar	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,0	3,4	2,8	0,6	1,7														
Abr	15,9	13,9	4,8	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,3	3,4	2,8	0,5	1,7														
May	16,0	13,9	5,1	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	-0,2	3,4	2,8	0,4	1,6														
Jun	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,8	0,3	1,4														
Jul	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	-0,3	3,4	2,8	0,3	1,5														

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	-0,9	1,2	-12,7	-10,2	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8	
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,1	-8,7	-10,3	-4,8	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	0,1	-0,2	-5,8	-12,3	-6,8	-4,1	-2,9	-4,9	
2014	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
2014 II	-3,3	0,3	-0,3	-5,1	-3,0	-6,2	-3,9	-2,9	-11,9	
III	-3,1	0,5	-0,2	-4,6	-2,3	-5,7	-4,0	-2,8	-10,2	
IV	-3,2	0,6	0,6	-4,0	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
2015 I	-3,5	0,7	0,4	-3,9	-4,6	-5,8	-3,9	-2,9	-0,2	
Deuda pública										
2011	102,0	77,9	6,0	111,2	171,3	69,2	85,2	116,4	66,0	
2012	103,8	79,3	9,7	121,7	156,9	84,4	89,6	123,1	79,5	
2013	104,4	77,1	10,1	123,2	175,0	92,1	92,3	128,5	102,2	
2014	106,5	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,0	132,1	107,5	
2014 II	108,9	75,8	10,5	114,5	177,4	96,4	95,5	134,1	109,8	
III	108,3	75,3	10,5	112,6	175,8	96,8	95,7	132,0	104,7	
IV	106,6	74,9	10,6	107,6	177,1	97,7	95,6	132,1	107,5	
2015 I	111,1	74,4	10,5	104,8	168,8	98,0	97,5	135,1	106,8	
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-) /superávit (+) de las AAPP										
2011	-3,3	-8,9	0,4	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,1	-3,6	-4,0	-2,2	-5,6	-4,0	-4,2	-2,1
2013	-0,7	-2,6	0,9	-2,6	-2,3	-1,3	-4,8	-14,9	-2,6	-2,5
2014	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
2014 II	-0,3	-1,3	1,3	-3,4	-3,0	-1,2	-4,6	-12,8	-2,6	-2,7
III	0,0	-0,7	0,7	-2,8	-2,8	-0,4	-4,4	-12,8	-2,8	-2,8
IV	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,4	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,1
2015 I	-1,9	-0,8	0,3	-2,5	-2,0	-1,9	-4,4	-4,6	-2,8	-3,0
Deuda pública										
2011	42,7	37,2	19,1	69,7	61,3	82,1	111,1	46,5	43,4	48,5
2012	40,9	39,8	21,9	67,4	66,5	81,5	125,8	53,7	52,1	52,9
2013	38,2	38,8	24,0	69,2	68,6	80,9	129,7	70,3	54,6	55,8
2014	40,0	40,9	23,6	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3
2014 II	41,0	38,6	22,4	74,8	68,6	82,2	130,8	78,2	55,7	58,5
III	40,4	38,1	22,1	72,2	68,0	80,7	132,2	77,7	55,4	57,8
IV	40,0	40,8	22,1	68,5	67,9	84,4	130,2	80,9	53,6	59,3
2015 I	35,0	38,1	21,6	70,3	68,9	84,7	129,6	81,9	54,0	60,3

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2015

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://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 septiembre de 2015.

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