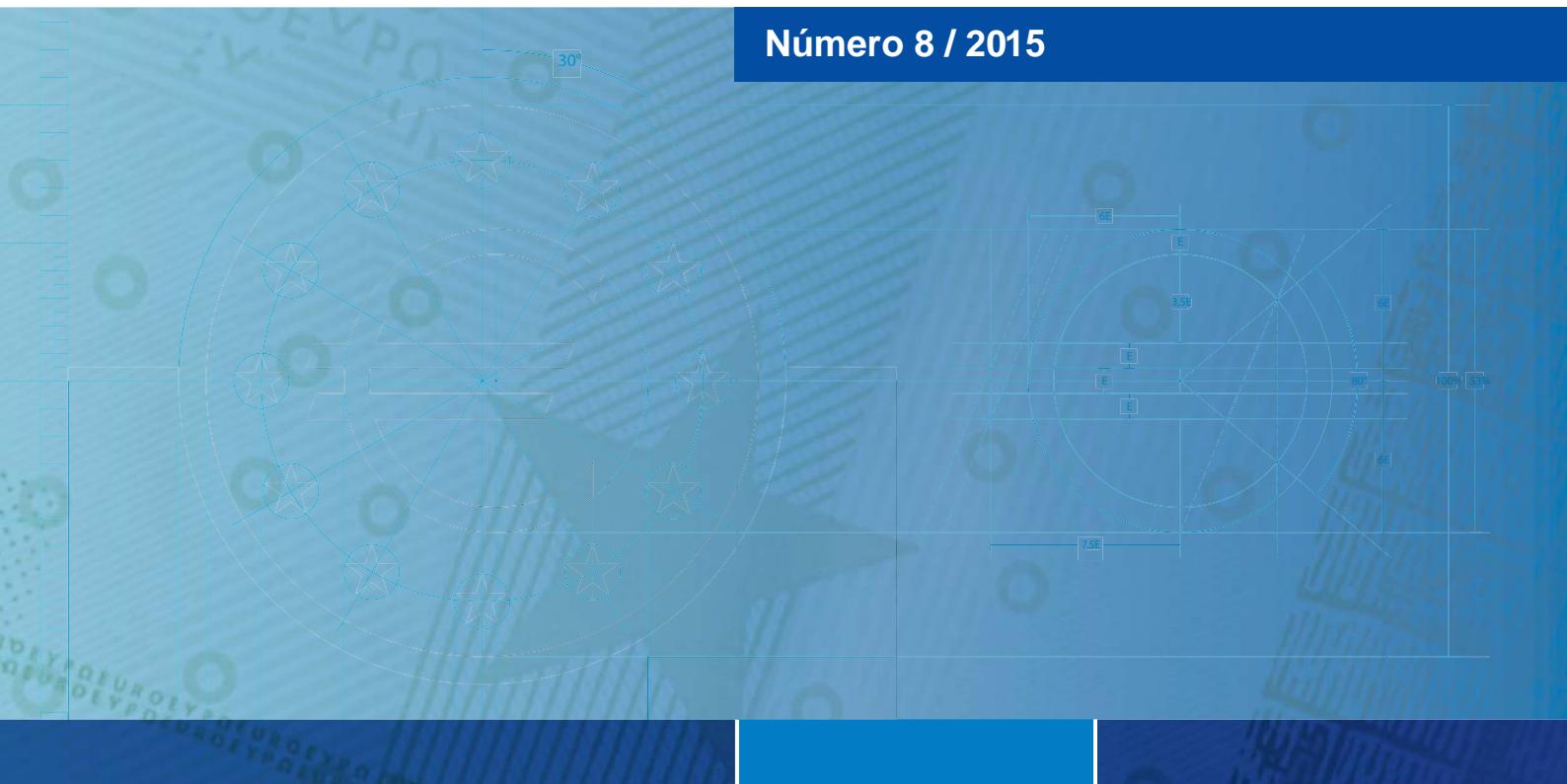


Boletín Económico

Número 8 / 2015



Índice

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos	3
1 Entorno exterior	7
2 Evolución financiera	13
3 Actividad económica	16
4 Precios y costes	22
5 Dinero y crédito	26
6 Evolución de las finanzas públicas	31

Recuadros

1 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 22 de julio y el 27 de octubre de 2015	35
2 ¿Cuáles son las causas de la baja inversión en la zona del euro? Respuestas de una encuesta a grandes empresas de la zona	40
3 El papel de los efectos de comparación en la senda prevista para la inflación medida por el IAPC	44
4 La rigidez a la baja de los salarios y el papel de las reformas estructurales en la zona del euro	47
5 Salarios, productividad y competitividad: un análisis granular	51
6 La creación de consejos de competitividad en el contexto de los esfuerzos encaminados a lograr una auténtica unión económica	55
7 La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2016	58

Artículos

¿Qué factores explican el reciente repunte del empleo en la zona del euro?	63
Novedades en las estadísticas monetarias y financieras	66

Estadísticas

S1

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria celebrada el 3 de diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno volvió a examinar el grado de acomodación de la política monetaria: el análisis confirmó la necesidad de nuevos estímulos monetarios para asegurar el retorno de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. Las proyecciones de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosystema indicaban la continuación de los riesgos a la baja para las perspectivas de inflación y una dinámica de la inflación ligeramente más débil de lo esperado anteriormente, después de las revisiones a la baja en ejercicios de proyección anteriores. El Consejo de Gobierno señaló que la persistencia de bajos niveles de inflación era reflejo de una considerable holgura económica que afecta a las presiones internas sobre los precios, así como de las dificultades del entorno exterior, y que las proyecciones ya incorporaban la evolución favorable de los mercados financieros tras la reunión de política monetaria de octubre. En los párrafos siguientes se resumen los principales rasgos de la evolución económica en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, y a continuación se facilitan detalles adicionales sobre las decisiones adoptadas en dicha reunión.

Análisis económico en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 3 de diciembre de 2015

La actividad económica mundial continúa en una senda de recuperación gradual y desigual. Las perspectivas para las economías avanzadas se ven respaldadas por los bajos precios del petróleo, unas condiciones de financiación todavía favorables, la mejora de los mercados de trabajo, el aumento de la confianza y la reducción de los efectos negativos del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal. En cambio, las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes siguen estando limitadas por problemas estructurales y desequilibrios macroeconómicos. En algunos países, esta situación se ve agravada por el endurecimiento de las condiciones financieras a escala mundial y la caída de los precios de las materias primas. Se prevé que las presiones inflacionistas a nivel global continúen contenidas tras el descenso de los precios del petróleo y habida cuenta de la todavía abundante capacidad ociosa de la economía a escala mundial.

En el período previo a la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, las expectativas de una relajación adicional de la política monetaria afectaron a las condiciones de los mercados financieros de la zona del euro. Estas expectativas se tradujeron en una disminución significativa de los rendimientos de la deuda soberana en todos los países de la zona. Los mercados de renta variable de la zona del euro se fortalecieron de manera considerable. El euro

se depreció, reflejando en parte las expectativas de los mercados de adopción de medidas de política monetaria.

La recuperación económica de la zona del euro se sustenta crecientemente en la demanda interna. En términos intertrimestrales, el PIB real avanzó un 0,3% en el tercer trimestre de 2015, tras un aumento del 0,4% en el trimestre anterior, debido a la persistente contribución positiva del consumo, acompañada de una mayor aportación de la inversión y las exportaciones. Los indicadores de opinión más recientes apuntan a un crecimiento sostenido del PIB real en el último trimestre de 2015.

De cara al futuro, se prevé que la recuperación económica continúe, aunque los riesgos siguen apuntando a la baja. 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 anteriormente en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Asimismo, los bajos precios del petróleo deberían respaldar la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales y, en consecuencia, el consumo privado y la inversión. Además, es probable que el gasto público se incremente en algunas partes de la zona del euro, como consecuencia de las medidas de ayuda a los refugiados. No obstante, la recuperación económica de la zona del euro sigue viéndose obstaculizada por la debilidad de las perspectivas de crecimiento en las economías emergentes y por la moderación del comercio mundial, los ajustes necesarios en los balances de distintos sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja y se refieren, en particular, al aumento de la incertidumbre relacionada con la evolución de la economía mundial y al mayor alcance de los riesgos geopolíticos. Dichos riesgos podrían afectar al crecimiento mundial y a la demanda de exportaciones de la zona del euro, así como a la confianza de forma más amplia.

Las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,5% en 2015, del 1,7% en 2016 y del 1,9% en 2017.

Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2015, las perspectivas de crecimiento del PIB real se mantienen prácticamente inalteradas.

La inflación medida por el IAPC ha aumentado ligeramente, aunque sigue en niveles reducidos. Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 0,1% en noviembre de 2015, la misma tasa que en octubre aunque más baja de lo esperado. El IAPC, excluidos la energía y los alimentos, retrocedió hasta el 0,9% en noviembre, tras haber repuntado hasta el 1,1% en octubre.

Se espera que la inflación interanual medida por el IAPC aumente en los próximos meses. Se incrementaría a finales de año y principios del siguiente,

principalmente como consecuencia de los efectos de base asociados a la caída de los precios del petróleo registrada a finales de 2014. Se prevé que las tasas de inflación sigan repuntando en 2016 y 2017, respaldadas por las medidas de política monetaria anteriormente adoptadas por el BCE —y complementadas con las anunciadas en diciembre de 2015—, por las expectativas de recuperación económica y por la transmisión de anteriores depreciaciones del tipo de cambio del euro. El Consejo de Gobierno seguirá de cerca la evolución de las tasas de inflación en los próximos meses.

Las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,1 % en 2015, el 1,0 % en 2016 y el 1,6 % en 2017.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja.

Las anteriores medidas de política monetaria del BCE han contribuido a mejorar los indicadores monetarios y crediticios, así como a la transmisión de la política monetaria con carácter más general. El crecimiento del agregado monetario amplio continúa siendo sólido y el de los préstamos se está recuperando, aunque de forma gradual. Los costes de financiación de las entidades de crédito se han estabilizado en niveles próximos a sus mínimos históricos, y los bancos han ido trasladando progresivamente la disminución de estos costes en forma de reducción de los tipos de interés de los préstamos. Las condiciones más favorables de concesión del crédito han seguido favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos, al tiempo que la heterogeneidad entre países en los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios ha vuelto a atenuarse.

Decisiones de política monetaria y comunicación

En su reunión de diciembre, el Consejo de Gobierno realizó una evaluación detallada de la fortaleza y de la persistencia de los factores que están ralentizando actualmente el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. El análisis confirmó la necesidad de nuevos estímulos monetarios para asegurar el retorno de las tasas de inflación a dichos niveles.

Como resultado de su evaluación, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones en aras de su objetivo de estabilidad de precios.

- En primer lugar, en lo que respecta a los tipos de interés oficiales del BCE, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, hasta el –0,30 %. Los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se mantendrán sin variación en sus niveles del 0,05 % y del 0,30 %, respectivamente.

- En segundo lugar, en lo que se refiere a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno decidió ampliar el programa de compra de activos (APP). Está previsto que las compras mensuales de activos por valor de 60 mm de euros que se realizan en el marco del APP continúen hasta el final de marzo de 2017 o hasta una fecha posterior, si fuera necesario, y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.
- En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió reinvertir los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del APP a medida que vayan venciendo, durante el tiempo que sea necesario. Esto contribuirá a que las condiciones de liquidez sean favorables y a que la orientación de la política monetaria sea adecuada.
- En cuarto lugar, en relación con el programa de compras de valores públicos, el Consejo de Gobierno decidió incluir instrumentos de deuda negociables denominados en euros emitidos por administraciones regionales y locales de la zona del euro en la lista de activos admisibles para adquisiciones periódicas por los bancos centrales nacionales respectivos.
- En quinto lugar, el Consejo de Gobierno decidió seguir ejecutando las operaciones principales de financiación y las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta que finalice el último período de mantenimiento de reservas de 2017.

Las decisiones fueron adoptadas con el fin de asegurar el retorno de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%, y con ello de anclar las expectativas de inflación a medio plazo. Las nuevas medidas asegurarán condiciones financieras acomodaticias y supondrán un refuerzo adicional al considerable impacto expansivo de las medidas adoptadas desde junio de 2014, que han tenido importantes efectos positivos sobre las condiciones de financiación, el crédito y la economía real. Las decisiones también refuerzan el dinamismo de la recuperación económica de la zona del euro y aumentan su resistencia frente a las recientes perturbaciones de la economía mundial.

El Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de la evolución de las perspectivas para la estabilidad de precios y tiene la disposición y la capacidad para actuar, si procede, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato a fin de mantener un grado adecuado de acomodación monetaria. En particular, el Consejo de Gobierno recuerda que el APP ofrece flexibilidad suficiente para ajustar su volumen, composición y duración.

1 Entorno exterior

La actividad económica mundial continúa en una senda de recuperación gradual y desigual. Los bajos precios del petróleo, la persistencia de unas condiciones de financiación favorables, la mejora de los mercados de trabajo, el aumento de la confianza y la reducción de los efectos negativos del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal respaldan las perspectivas de las economías avanzadas. Por el contrario, en las economías emergentes las perspectivas de crecimiento siguen estando limitadas por los problemas estructurales y los desequilibrios macroeconómicos. En algunas economías emergentes, esta situación se ve agravada por el endurecimiento de las condiciones financieras a escala mundial y la corrección de los precios de las materias primas. Se prevé que las presiones inflacionistas sigan estando contenidas tras el descenso de los precios del petróleo y la todavía abundante capacidad productiva sin utilizar a nivel mundial.

Actividad económica y comercio mundiales

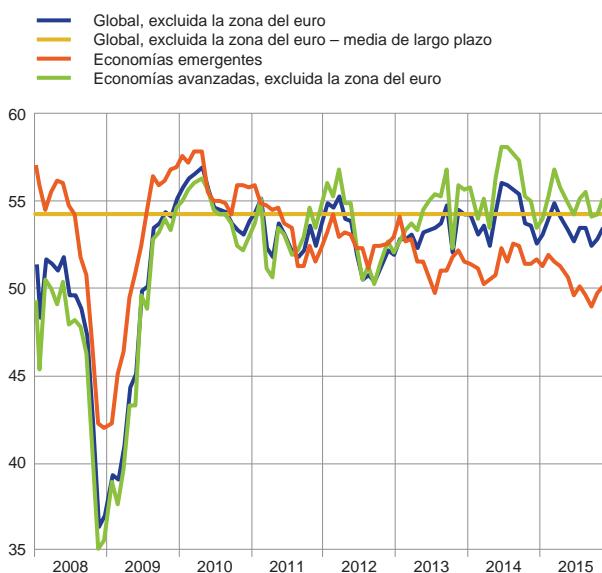
La actividad económica mundial continúa en una senda de recuperación desigual. A lo largo del año, el ritmo de la recuperación se ha afianzado, en general, en la mayoría de las principales economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos y el Reino Unido. Por el contrario, el crecimiento en las economías emergentes ha seguido siendo, en general, débil, mostrando persistentes divergencias entre unas regiones y otras, debido en parte al diferente impacto de la corrección de los precios de las materias primas sobre los países exportadores y los países importadores de estas materias. Mientras que en las economías emergentes de Asia —incluidas China e India— y en los países de Europa Central y Oriental la actividad económica ha continuado siendo más bien robusta, los países de la Confederación de Estados Independientes sufrieron una profunda recesión en el primer semestre del año. En el epicentro de la desaceleración se encuentra Rusia, que ha venido padeciendo las consecuencias de los bajos precios del petróleo, las restricciones financieras externas y la falta de confianza empresarial. En América Latina el crecimiento también se ha tornado negativo en 2015, como resultado no solo del deterioro de la relación real de intercambio asociado a la caída de los precios de las materias primas, sino también de los desequilibrios internos, de los estrangulamientos de la oferta y de la incertidumbre política, especialmente en Brasil.

Los indicadores de actividad mundial y los datos disponibles sobre los países sugieren que el crecimiento continuará siendo moderado hacia finales de este año. El índice PMI compuesto de producción global, excluida la zona del euro, aumentó de nuevo en noviembre, aunque se mantuvo por debajo de la media de largo plazo, lo que sugiere un ritmo de crecimiento sostenido de la actividad mundial. En promedio, en el cuarto trimestre el índice continúa estando ampliamente en consonancia con el nivel registrado en el trimestre anterior, de lo que se deduce que las condiciones del crecimiento mundial permanecen relativamente inalteradas. La notable discrepancia en términos de la evolución de los índices PMI entre las

economías avanzadas y las emergentes también subraya el divergente panorama del crecimiento mundial (véase gráfico 1). Los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE también siguen apuntando a un ritmo de crecimiento estable para los países de este grupo y China, mientras que, en el caso de Rusia, se prevé una pérdida de impulso del crecimiento.

Gráfico 1 Índice PMI compuesto de producción global

(índice de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

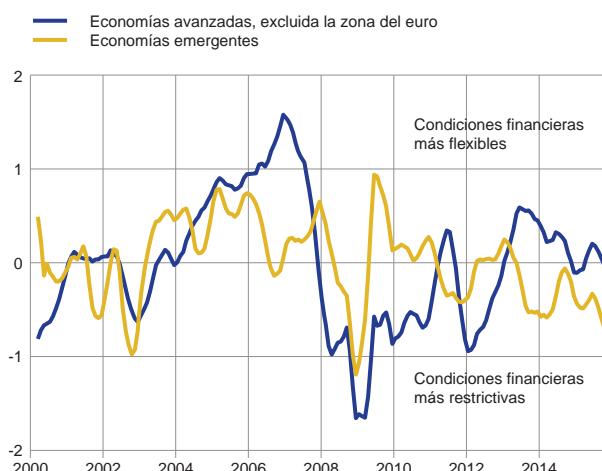
Notas: La observación más reciente corresponde a noviembre de 2015.

Las políticas monetarias siguen siendo sumamente acomodaticias en las economías avanzadas, respaldando las favorables condiciones de financiación, mientras que en la mayoría de las economías emergentes han continuado endureciéndose. Las expectativas de una subida de los tipos de interés en diciembre en Estados Unidos aumentaron en noviembre. Las condiciones de financiación externa en la mayoría de las economías emergentes se han tornado más restrictivas, como sugieren los rendimientos algo más elevados de la deuda pública; ello ha venido acompañado de correcciones en los precios de las acciones, una reducción de las entradas de inversiones de cartera y nuevas presiones a la baja sobre los tipos de cambio en varios países

(véase gráfico 2). La depreciación de la moneda eleva el valor de la deuda denominada en moneda extranjera y, por ende, agrava los problemas relativos a los balances y la financiación en esos países. Al mismo tiempo, en India y China se ha relajado la política monetaria. En el caso de China, la incertidumbre respecto a la política monetaria se intensificó notablemente durante el verano, en un entorno de turbulencias en el mercado bursátil y de ajuste del régimen cambiario. Ello contribuyó también a que la volatilidad financiera mundial alcanzara un máximo transitorio.

Gráfico 2 Índices de condiciones financieras

(desviación estándar, mediana cero; datos mensuales)



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

Notas: La observación más reciente corresponde a octubre de 2015. Las economías emergentes son un agregado integrado por China, Rusia, Brasil, India y Turquía. Las economías avanzadas incluyen Estados Unidos, Reino Unido y Japón.

De cara al futuro, se prevé que la actividad económica mundial continúe en una senda de recuperación gradual y desigual, impulsada por las perspectivas de crecimiento que aún muestran capacidad de resistencia en la mayoría de las economías avanzadas. Los bajos precios del petróleo, la persistencia de unas condiciones de financiación favorables, la mejora de los mercados de trabajo, el aumento de la confianza y la reducción de los efectos negativos del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal deberían respaldar las perspectivas de las economías avanzadas.

La actividad económica en Estados Unidos perdió impulso en el tercer trimestre, tras un sólido repunte en el trimestre anterior. El auge del gasto de los hogares siguió siendo el motor de la recuperación, favorecido por el aumento del empleo, los salarios nominales y la renta real disponible, en un contexto de descenso de los precios del petróleo y la inflación, así como por las favorables condiciones crediticias y la mejora de los balances de los hogares. No obstante, los precios más bajos del petróleo están restando cierto impulso a la inversión privada en estructuras de petróleo no convencional (*shale oil*) y la demanda exterior neta podría ser un lastre para la actividad, debido a la apreciación del dólar estadounidense.

La actividad económica en el Reino Unido también experimentó una ligera desaceleración en el tercer trimestre, tras el dinámico ritmo de crecimiento del segundo trimestre. El crecimiento viene determinado principalmente por el consumo, en la medida en que los bajos precios de la energía y el aumento de los salarios continúan respaldando la renta real disponible, mientras que se prevé que los esfuerzos en materia de consolidación fiscal sean un elemento moderador. Al mismo tiempo, la relajación de las condiciones crediticias está respaldando la inversión empresarial.

En Japón, la actividad económica se esfuerza por cobrar impulso, aunque una revisión al alza del crecimiento en el tercer trimestre implica que la economía ha evitado una recesión técnica. Se prevé que el crecimiento siga siendo moderado hacia finales del año, impulsado por una mejora sostenida del consumo privado, en un contexto de aumento de las rentas reales como consecuencia de los incrementos salariales y de los precios más bajos del petróleo, y por las exportaciones, que deberían verse favorecidas por el aumento de la demanda externa y por la depreciación del yen.

Por el contrario, en las economías emergentes las perspectivas son más diversas y continúan siendo débiles en términos históricos. Si bien el fortalecimiento de la demanda en las economías avanzadas debería respaldar la actividad económica en las economías emergentes, los obstáculos estructurales y los desequilibrios macroeconómicos siguen limitando las perspectivas de crecimiento. Al mismo tiempo, algunas economías se están ajustando a los precios más bajos de las materias primas y a las condiciones de financiación externa más restrictivas en previsión de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, mientras que, en otras, la incertidumbre política sigue siendo elevada.

El proceso de reequilibrio de la economía china ha supuesto una desaceleración gradual, ya que la caída de la inversión no se ha compensado plenamente con un fortalecimiento del gasto en consumo. El crecimiento siguió dando muestras de resistencia en el tercer trimestre, y se espera que los bajos precios del petróleo y la solidez del consumo respalden la economía en el corto plazo. Las recientes rebajas de los tipos de interés, el moderado estímulo fiscal del Gobierno central y los esfuerzos realizados para relajar las limitaciones sobre las

finanzas de los Gobiernos locales también deberían tener un impacto positivo en la evolución de la demanda. No obstante, a medio plazo, el creciente hincapié en hacer frente a las fragilidades del sector financiero y a los desequilibrios macroeconómicos podría desacelerar el ritmo de la expansión. En India, aunque el crecimiento se moderó en el segundo trimestre, la política monetaria acomodaticia, un repunte de la inversión —como consecuencia de las reformas favorables para la actividad empresarial— y la solidez del consumo privado han estimulado la confianza y mejorado las perspectivas de crecimiento.

En los países de Europa Central y Oriental las proyecciones indican que la actividad económica seguirá siendo robusta, aunque desigual según los países. Se prevé que el sólido crecimiento de la inversión, respaldado por los fondos estructurales de la Unión Europea, y el dinamismo del consumo privado, favorecido por el aumento de la renta real disponible, continúen siendo los principales motores del crecimiento en la región.

Por el contrario, las economías emergentes exportadoras de materias primas siguieron sufriendo las consecuencias del final del ciclo de estas materias, principalmente a través de un deterioro de la relación real de intercambio. En Rusia, los costes de financiación siguen siendo altos, la incertidumbre elevada y la confianza empresarial débil. Al mismo tiempo, la reducción de los ingresos provenientes del petróleo está restringiendo el gasto público. En Brasil, la desaceleración económica se ha intensificado de forma acusada en la medida en que tanto la incertidumbre política como el deterioro de la relación real de intercambio y el endurecimiento de las condiciones monetarias y de financiación afectan a la actividad económica.

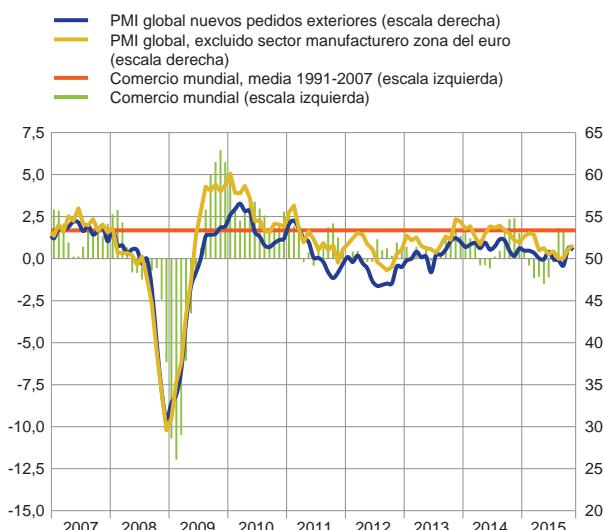
El comercio mundial registró una excepcional atonía en el primer semestre de 2015. Los datos correspondientes al primer semestre de 2015 se han revisado notablemente a la baja y muestran ahora una contracción del comercio mundial, una evolución que no se había observado desde el primer semestre de 2009. Los acusados descensos en algunas de las principales economías emergentes y la volatilidad de los datos en algunas economías avanzadas, en particular en el Reino Unido, han determinado la caída del agregado mundial. Las importaciones se desplomaron casi un 25 % en Rusia en el primer semestre del año y se redujeron en torno al 9 % en Brasil en el segundo trimestre. En ambas economías, el desplome de las importaciones puede atribuirse en parte a la caída de la demanda interna y a la fuerte depreciación del tipo de cambio, pero las respectivas magnitudes fueron mucho mayores de lo que habría cabido esperar a juzgar por las anteriores relaciones. En China e India las importaciones también han mostrado una debilidad sorprendente.

Los datos de comercio y las encuestas disponibles sugieren que el crecimiento del comercio mundial ha alcanzado un punto de inflexión y ha retorna a cifras positivas. Los datos recientes sobre China, Japón y el Reino Unido sugieren que se ha producido un fuerte repunte de las importaciones,

Gráfico 3

Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a noviembre de 2015 para los PMI y a septiembre de 2015 para el comercio mundial.

que registraron tasas de crecimiento positivas en el tercer trimestre. En Brasil, el comercio todavía muestra una caída, pero a un ritmo más moderado, contribuyendo, por consiguiente, al crecimiento total del comercio mundial en el tercer trimestre. El repunte se pone aún más de manifiesto en el incremento del comercio mundial de mercancías y en el hecho de que el PMI global de nuevos pedidos exteriores haya registrado de nuevo una expansión en octubre y noviembre (véase gráfico 3). De cara al futuro, se espera que el comercio mundial solo experimente un fortalecimiento muy gradual en consonancia con la recuperación de la actividad global y que no recobrará el dinamismo observado antes de la crisis financiera. En general, en relación con el PIB mundial, se prevén perfiles más bien planos en el horizonte de las proyecciones, tanto para las importaciones mundiales como para la demanda exterior de la zona del euro. Tras una moderada recuperación en 2015 y 2016, se prevé que las importaciones mundiales crezcan

en línea con el PIB mundial. Así pues, la elasticidad del comercio será notablemente menor que la registrada antes de la crisis financiera.

En general, las perspectivas del crecimiento mundial siguen apuntando a una recuperación gradual y desigual. De conformidad con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosystema (cuya fecha de cierre para los supuestos relativos a la situación financiera y los precios de las materias primas fue el 12 de noviembre), se prevé que el crecimiento del PIB real, excluida la zona del euro aumente de forma gradual desde el 3,1% en 2015 hasta el 3,6% en 2016 y hasta el 3,9% en 2017. En cuanto a la demanda exterior de la zona del euro, se espera una expansión desde el -0,1% en 2015 hasta el 2,7% en 2016 y hasta el 3,8% en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, ello implica una revisión a la baja del crecimiento mundial, principalmente como consecuencia de las perspectivas menos favorables de las economías emergentes. Las revisiones de la demanda exterior de la zona del euro son más significativas, debido, sobre todo, a las correcciones realizadas en los datos en el primer semestre de 2015.

Los riesgos para las perspectivas de la actividad mundial continúan situándose a la baja, en particular para las economías emergentes. Los principales riesgos a la baja están relacionados con una desaceleración más pronunciada en los mercados emergentes, incluida China. El endurecimiento de las condiciones de financiación, la intensificación de la incertidumbre política y la caída de los precios de las materias primas podrían exacerbar los actuales desequilibrios macroeconómicos, minar la confianza y desacelerar el crecimiento en mayor

medida de lo esperado. Los riesgos geopolíticos también siguen afectando a las perspectivas y el aumento de las tensiones, especialmente en Oriente Medio, podría tener repercusiones negativas para el crecimiento mundial. La corrección de la política monetaria acomodaticia en Estados Unidos en un contexto de divergencia entre las políticas mundiales constituye otro riesgo a la baja. Entre los riesgos al alza, se estima que los descensos del precio del petróleo reflejen, en conjunto, noticias más positivas por el lado de la oferta. Por consiguiente, ello debería ser, en general, positivo para el crecimiento mundial, en el sentido de que se prevé que los aumentos de la actividad en los países importadores de petróleo compensen con creces las pérdidas experimentadas en los países exportadores.

Evolución mundial de los precios

La inflación mundial se ha mantenido en niveles muy reducidos como resultado de la caída de los precios del petróleo. La tasa de variación interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE aumentó hasta el 0,6% en octubre, desde el 0,4% del mes anterior, debido a un moderado repunte de los

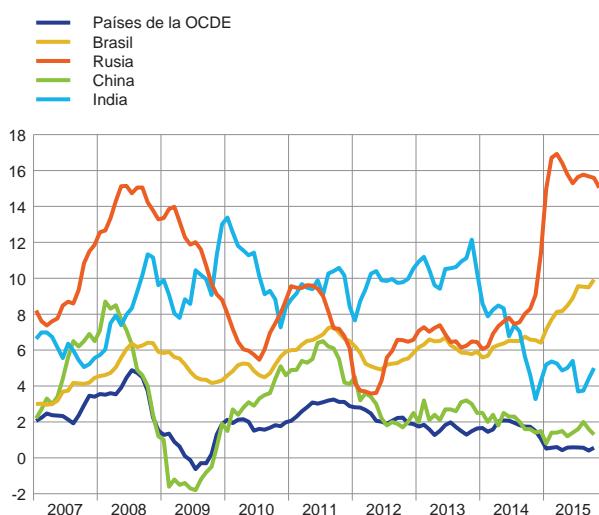
precios de los alimentos y a una contribución menos negativa de los precios de la energía (véase gráfico 4). Los precios de la energía siguieron bajando por decimotercer mes consecutivo en octubre (un 11,6% en tasa interanual), mientras que la tasa de variación de los precios de los alimentos se incrementó hasta el 1,5%. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE se mantuvo sin variación en el 1,8% en octubre. Entre las principales economías no pertenecientes a la OCDE, la inflación general continuó situándose en niveles muy elevados en Brasil y Rusia, aunque se había reducido en Rusia, mientras que en China descendió hasta el 1,3%.

Tras estabilizarse en septiembre y octubre, los precios del petróleo han vuelto a descender desde principios de noviembre. La producción mundial de petróleo sigue siendo elevada y el mercado mundial de crudo continúa estando abastecido en exceso, a pesar de que la demanda mundial de petróleo alcanzara en el tercer trimestre de 2015 el nivel

máximo de los últimos cinco años. La producción de petróleo de los países miembros de la OPEP sigue situándose en máximos casi históricos y la de los países no pertenecientes a esta organización también continúa siendo elevada, ya que la menor producción de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos se ha compensado con unos niveles récord de producción en Rusia. Las existencias de la OCDE aumentaron de nuevo y alcanzaron un máximo casi

Gráfico 4
Inflación de los precios de consumo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y OCDE.

Nota: La observación más reciente corresponde a noviembre de 2015 en el caso de Rusia y a octubre de 2015 para el resto de los países.

histórico a finales del tercer trimestre de 2015, lo que intensificó la presión a la baja sobre el precio del petróleo. Los precios de las materias primas no energéticas se han reducido ligeramente desde octubre, como consecuencia del descenso de los precios de los metales.

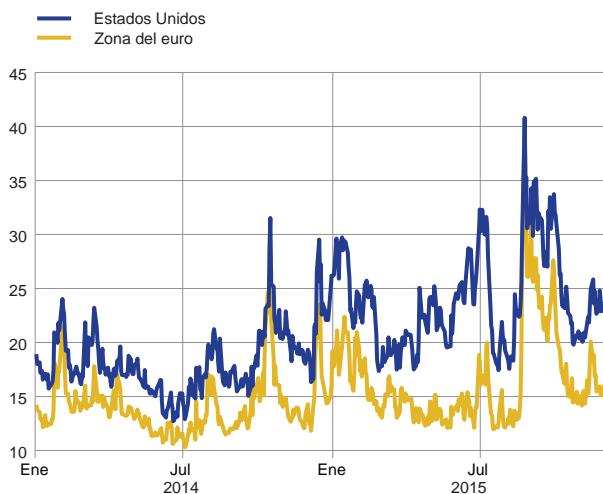
De cara al futuro, se espera un aumento de la inflación mundial. La anterior caída de los precios del petróleo y de otras materias primas continúa atenuando las presiones inflacionistas en el corto plazo. Más adelante, debería reducirse la contribución negativa del componente energético a medida que comiencen a desvanecerse los efectos de los anteriores descensos de los precios del crudo. Además, un aumento de la pendiente de la curva de los futuros del petróleo implica que, a escala mundial, la inflación general también aumentará gradualmente. Sin embargo, el hecho de que las brechas de producción se estén cerrando lentamente en las economías avanzadas y se estén ampliando en varias economías emergentes indica que todavía existe una holgada capacidad productiva sin utilizar a escala mundial, que se prevé continuará afectando a la inflación subyacente mundial en el medio plazo.

2 Evolución financiera

La situación de los mercados financieros de la zona del euro mejoró gradualmente entre principios de septiembre y principios de diciembre, tras un período de fuerte volatilidad asociada a los desarrollos en China. La mejora se vio favorecida por las expectativas de los mercados de un aumento de los estímulos en materia de política monetaria en la zona del euro, que cobraron nuevo impulso tras la reunión del Consejo de Gobierno de octubre. Esas expectativas de una relajación adicional de la política monetaria dieron lugar a descensos significativos de los rendimientos de la deuda soberana en los países de la zona del euro, reduciéndose la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro a diez años en más de 40 puntos básicos, hasta situarse en el 1,02 % a comienzos de diciembre. Los mercados bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos se fortalecieron notablemente, compensando un amplio porcentaje de las caídas observadas durante el verano. El euro se depreció de forma acusada entre principios de septiembre y comienzos de diciembre, como consecuencia de las expectativas de los mercados respecto a la divergencia en la política monetaria entre la zona del euro y Estados Unidos.

La situación de los mercados financieros de la zona del euro mejoró gradualmente entre principios de septiembre y principios de diciembre, en un contexto de expectativas de los mercados respecto a la divergencia en la política monetaria entre la zona del euro y Estados Unidos. El aumento de la incertidumbre observado en agosto, que estuvo asociado a la preocupación suscitada por los desarrollos en China, remitió durante el período considerado. Como consecuencia, se produjo una mejora gradual de la situación de los

Gráfico 5
Volatilidad implícita en los mercados de renta variable
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.
Notas: Para la zona del euro se utiliza el índice VSTOXX, que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice de precios de las acciones EUROSTOXX 50. Para Estados Unidos se utiliza el índice VIX, que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice de precios de las acciones S&P 500. La observación más reciente corresponde al 2 de diciembre de 2015.

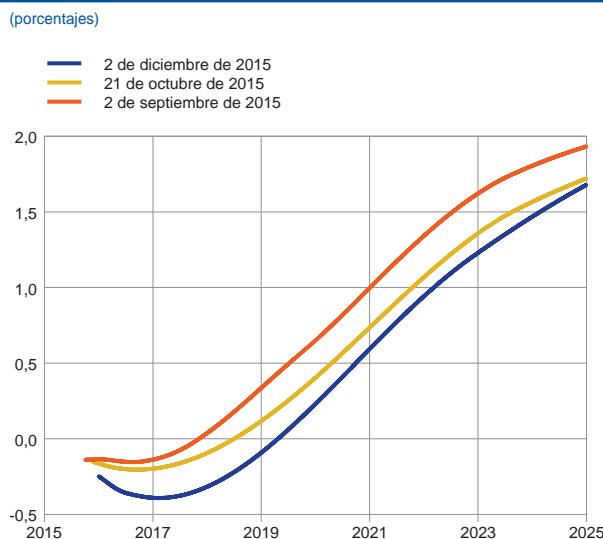
(véase gráfico 6). Posteriormente, aumentaron las expectativas de los mercados respecto a una futura reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito, lo que dio lugar a un considerable descenso de los tipos *forward* del eonia a corto plazo.

El eonia descendió, en general, entre principios de septiembre y principios de diciembre, en un contexto de aumentos graduales del exceso de liquidez.

Tras descender gradualmente en septiembre, desde alrededor del $-0,12\%$ hasta el $-0,14\%$, aproximadamente, el eonia se estabilizó entre principios de octubre y principios de diciembre, situándose en un promedio del $-0,14\%$. Esta evolución se produjo en un contexto de incrementos graduales del exceso de liquidez, que fueron, en gran medida, resultado de las compras realizadas en el marco del programa ampliado de compra de activos del BCE. En el recuadro 1 se presenta información más detallada sobre la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria de la zona del euro.

Los rendimientos de la deuda soberana se redujeron en todos los países de la zona del euro ante las expectativas de una relajación adicional de la política monetaria por parte del BCE.

Gráfico 6
Tipos *forward* del eonia
(porcentajes)



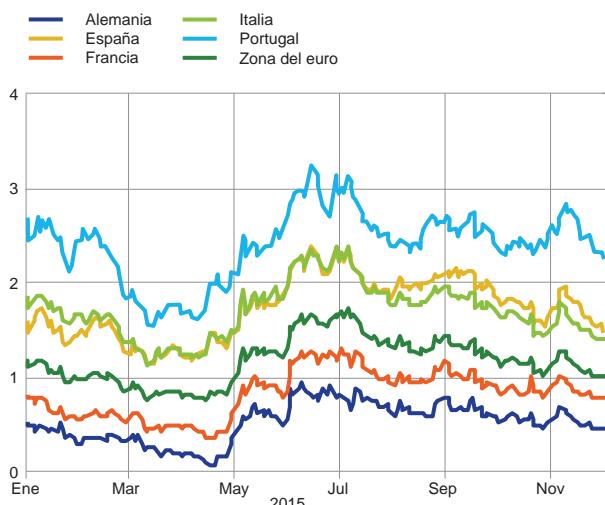
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

mercados financieros, registrándose una acusada caída de la volatilidad de los mercados bursátiles —un indicador de la incertidumbre en los mercados financieros—, tras los elevados niveles observados a finales de agosto (véase gráfico 5). La mejora general de la situación de los mercados financieros de la zona del euro cobró nuevo impulso a medida que aumentaron las expectativas de que se produjera una mayor relajación monetaria tras la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en octubre.

La curva de tipos *forward* del eonia descendió en todos los plazos, y en los tramos más cortos cayó significativamente por debajo del tipo de la facilidad de depósito. Entre comienzos de septiembre y la reunión del Consejo de Gobierno del 22 de octubre, la curva de tipos *forward* del eonia se aplano al reducirse los tipos a más largo plazo hasta 25 puntos básicos, mientras que los tipos a más corto plazo se mantuvieron cercanos al tipo de interés de la facilidad de depósito del $-0,20\%$

Gráfico 7
Rendimientos de la deuda soberana a diez años
en algunos países de la zona del euro

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

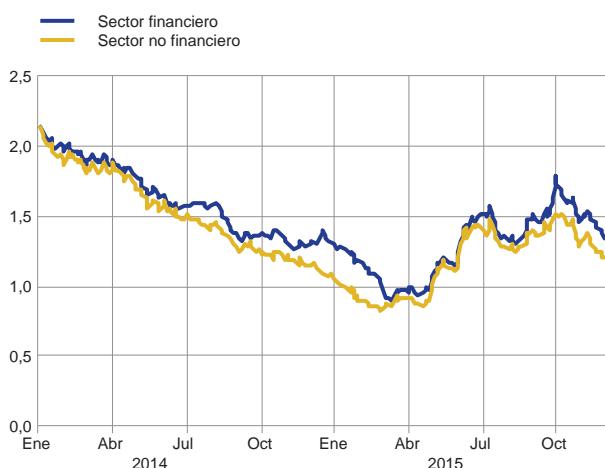
Notas: «Zona del euro» se refiere a la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La observación más reciente corresponde al 2 de diciembre.

el resto del período considerado aumentaron en septiembre, pero después mostraron un sólido comportamiento durante el resto del período considerado, registrándose descensos generales de alrededor de 20 puntos básicos en los rendimientos de los valores tanto del sector financiero como del no financiero (véase gráfico 8).

Los mercados bursátiles de la zona del euro se fortalecieron significativamente durante el período considerado, compensando un amplio porcentaje de las

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 diciembre de 2015.

En general, la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro se redujo más de 40 puntos básicos entre principios de septiembre y principios de diciembre, situándose en el 1,02% el 2 de diciembre. Esta cifra fue tan solo ligeramente superior al mínimo histórico observado antes del ajuste del precio de la deuda soberana en abril (véase gráfico 7). En los países de la zona del euro con calificación más baja se observaron caídas más pronunciadas, lo que dio lugar a un estrechamiento adicional de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana en relación con Alemania.

Las condiciones de financiación de las empresas de la zona del euro, tanto del sector financiero como del no financiero, experimentaron una mejora, reduciéndose los rendimientos de los valores de renta fija privada. Los rendimientos de la renta fija privada aumentaron en septiembre, pero después mostraron un sólido comportamiento durante

el resto del período considerado, registrándose descensos generales de alrededor de 20 puntos básicos en los rendimientos de los valores tanto del sector financiero como del no financiero (véase gráfico 8).

Gráfico 9
Índices de precios de las acciones de la zona del euro
y de Estados Unidos

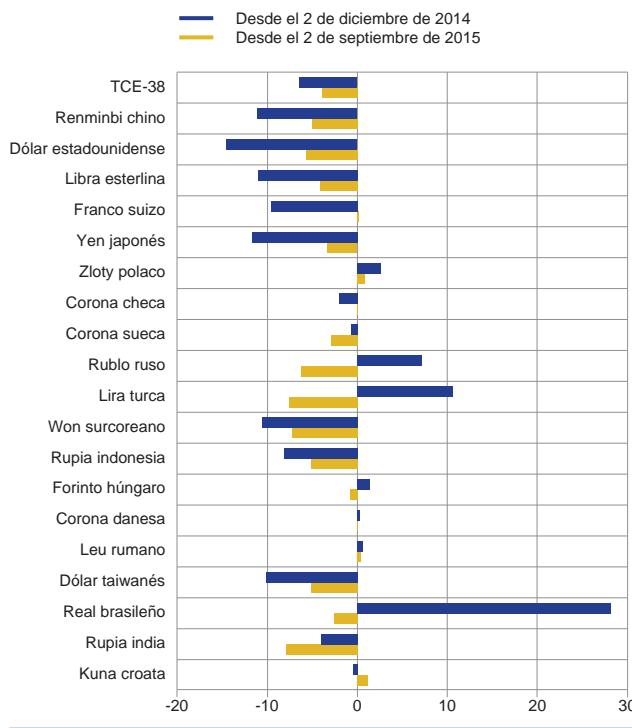
(1 de enero de 2014 = 100)



Fuente: Thomson Reuters.

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

Gráfico 10
Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas
(porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: Variaciones porcentuales con respecto al 2 de diciembre 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.

caídas observadas durante el verano. Los precios de las acciones de la zona del euro, medidos por el índice EUROSTOXX amplio, aumentaron un 9% durante el período considerado, al disminuir la inquietud sobre la evolución de los mercados emergentes y por las expectativas de una relajación adicional de la política monetaria por parte del BCE (véase gráfico 9). Al mismo tiempo, en Estados Unidos los precios de las acciones, medidos por el índice S&P 500, se incrementaron alrededor del 7%.

El tipo de cambio del euro, ponderado por el comercio, se depreció un 4% entre principios de septiembre y principios de diciembre (véase gráfico 10). La depreciación del euro se produjo tras la reunión del Consejo de Gobierno de octubre y reflejó las expectativas de los mercados respecto a futuras decisiones en materia de política monetaria. En términos bilaterales, el euro se depreció un 5,7% frente al dólar estadounidense. También se debilitó frente al renminbi chino, la libra esterlina, el yen japonés y la corona sueca, así como frente a las monedas de numerosas economías emergentes —en particular, el rublo ruso, que se recuperó ligeramente tras la acusada depreciación experimentada con anterioridad— y las monedas

de los países exportadores de materias primas. Al mismo tiempo, el euro se mantuvo relativamente estable frente a las monedas de los países de Europa Central y Oriental. La corona danesa siguió cotizando en niveles próximos a su paridad central en el MTC II.

3 Actividad económica

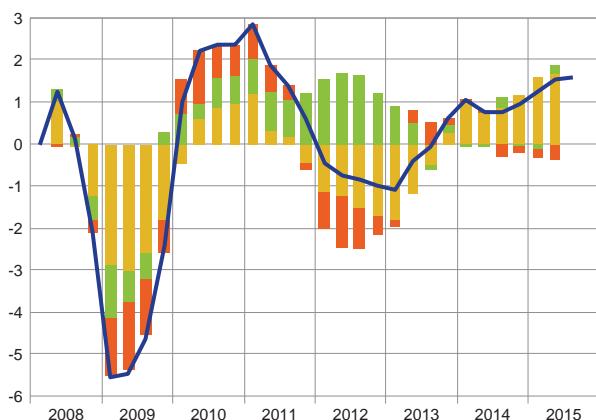
La recuperación económica de la zona del euro ha seguido afianzándose gradualmente y se sustenta de forma creciente en la demanda interna. En el tercer trimestre de 2015, el PIB real de la zona creció un 0,3% en tasa intertrimestral, ampliando a dos años y medio el período de incrementos consecutivos de la actividad. Los indicadores de coyuntura más recientes señalan que el PIB seguirá registrando un crecimiento moderado a corto plazo, y se espera que la recuperación de la actividad económica continúe, respaldada por la demanda interna, que se verá favorecida por diversos factores. El efecto de las medidas acomodaticias de política monetaria del BCE continúa transmitiéndose a la economía real a través de la relajación adicional de las condiciones crediticias, que fomentará una mayor inversión empresarial. Los bajos precios del petróleo, que han llevado a un aumento del poder adquisitivo de los hogares y de la rentabilidad de las empresas, están

impulsando el consumo privado y la inversión. Sin embargo, las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes y la moderación del comercio mundial siguen frenando la recuperación económica de la zona del euro. Teniendo en cuenta estos factores compensadores, las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro se mantienen prácticamente inalteradas con respecto a las proyecciones de septiembre de 2015 de los expertos del BCE.

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

(variaciones interanuales; contribuciones en puntos porcentuales)

- PIB real
- Demanda interna final
- Variación de existencias
- Demanda exterior neta

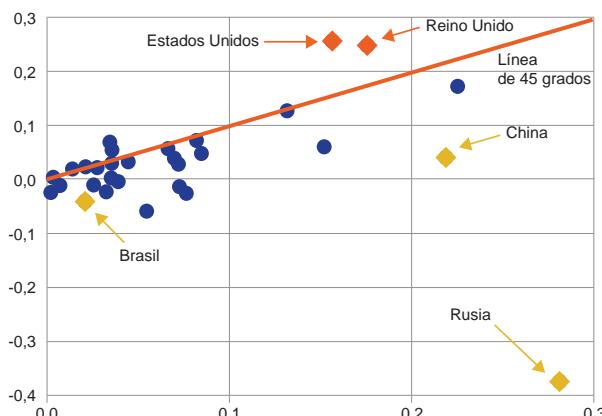


Fuente: Eurostat.

Gráfico 12 Contribuciones por países a las exportaciones de bienes de la zona del euro

(contribuciones medias interanuales en puntos porcentuales)

Eje de abscisas: I TR 2001 - IV TR 2007
Eje de ordenadas: I TR 2013 - III TR 2015



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos más recientes: III TR 2015 se refiere al trimestre completo, salvo en el caso del Reino Unido y de otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Los puntos azules expresan las exportaciones a los principales socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro.

El PIB real de la zona del euro siguió creciendo en el tercer trimestre de 2015, aunque a un ritmo intertrimestral algo menor que en el segundo trimestre.

Según la estimación preliminar de Eurostat, el PIB real registró un crecimiento del 0,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2015, en comparación con el 0,4% del trimestre anterior, lo que representa el mayor avance observado desde el segundo trimestre de 2011 en términos interanuales (véase gráfico 11). Los indicadores a corto plazo y los datos por países apuntan a la persistencia de las contribuciones intertrimestrales positivas de la demanda interna, especialmente del consumo privado. El crecimiento se ha visto frenado por cierta debilidad de la inversión en construcción y de la demanda exterior neta, que en este último caso refleja un leve deterioro del entorno exterior.

La contribución de las economías emergentes al crecimiento de las exportaciones ha sido menor en la recuperación actual que antes de la crisis.

Desde 2013, en economías avanzadas como Estados Unidos y Reino Unido, la demanda interna se ha mostrado relativamente robusta, y esta circunstancia, unida a la evolución de los tipos de cambio observada desde mediados de 2014, se ha traducido en una mayor contribución de estas economías al avance de las exportaciones de la zona del euro (véase gráfico 12). Al mismo tiempo, grandes economías emergentes, como China y Rusia, que contribuyeron de forma significativa al crecimiento de las exportaciones de la zona del euro antes de la crisis, se han desacelerado y su aportación ha sido muy pequeña, o negativa, durante la recuperación.

De cara al futuro, las exportaciones de la zona del euro deberían aumentar como resultado de una recuperación gradual de la demanda externa.

Es probable que el débil ritmo de crecimiento de muchas economías emergentes continúe frenando las exportaciones de la zona del euro, que, sin embargo, seguirán viéndose favorecidas por el afianzamiento de la expansión de las economías avanzadas.

Los datos mensuales de comercio de bienes correspondientes a agosto y septiembre confirman un panorama de debilitamiento del avance de las exportaciones en el tercer trimestre de 2015, con contribuciones negativas de Brasil, China y Rusia a las exportaciones anuales de la zona del euro. Al mismo tiempo, las exportaciones a economías avanzadas parecen haber mantenido su dinamismo. Además, los indicadores de opinión señalan una ligera recuperación de la actividad exportadora a corto plazo, ya que el comercio mundial de mercancías aumentó en el tercer trimestre de 2015 tras dos trimestres de crecimiento negativo. En vista del retorno gradual de la actividad y el comercio mundiales a la senda de la recuperación, y de la depreciación del euro, se espera que el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro se recupere.

Gráfico 13 PIB real de la zona del euro, consumo privado e inversión

(índice I TR 2008 = 100)



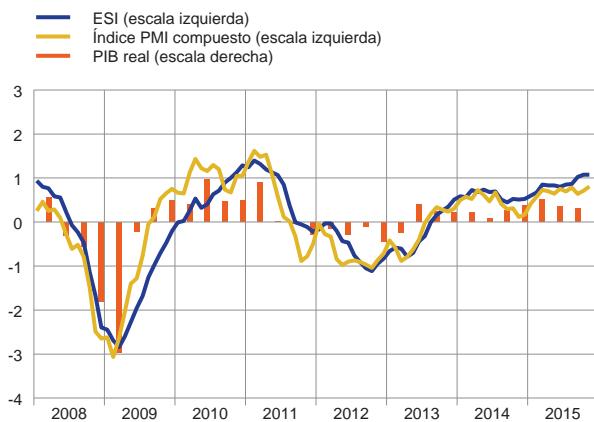
Fuente: Eurostat.

encuentra ahora en un nivel próximo al observado en el primer trimestre de 2008. La recuperación actual continúa estando respaldada por la demanda interna y, en particular, por el consumo privado, que ha sido el principal motor de la recuperación (véase gráfico 13). La inversión se mantiene alrededor de un 15% por debajo del máximo anterior a la crisis, registrado en el primer trimestre de 2008.

Tras dos años y medio de incrementos consecutivos de la actividad, el PIB real se

Gráfico 14 PIB real de la zona del euro, índice PMI compuesto y ESI

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



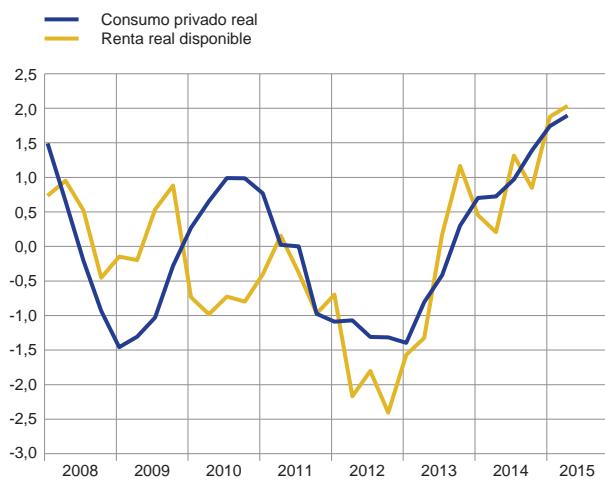
Fuentes: Markit, DG-ECFIN y Eurostat.

Nota: El índice PMI compuesto y el indicador ESI están normalizados.

Los indicadores de coyuntura señalan la continuación de la recuperación económica a un ritmo similar al registrado en el tercer trimestre.

Los datos procedentes de encuestas, disponibles hasta noviembre, apuntan a la continuación de un crecimiento moderado a corto plazo. Tanto el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea como el índice PMI compuesto de producción mejoraron ligeramente entre septiembre y noviembre (véase gráfico 14). En noviembre, ambos indicadores se situaban por encima de sus niveles medios a largo plazo. Otros datos mensuales disponibles hasta el tercer trimestre, como los relativos a la producción industrial (excluida la construcción), fueron desfavorables y los indicadores del BCE sobre nuevos pedidos industriales descendieron en

Gráfico 15
Consumo privado y renta real disponible en la zona del euro
(tasa de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

un 0,6% con respecto al segundo trimestre) y el nivel de confianza de los consumidores, que aumentó en noviembre, apunta a la continuidad de un crecimiento sostenido del consumo privado en el próximo período. Desde mediados de 2014, la renta real disponible se ha visto impulsada por el descenso de los precios del petróleo, aunque el mayor poder adquisitivo de los hogares obedece, sobre todo, al fuerte avance de las rentas salariales derivado de las mejoras graduales registradas en los mercados de trabajo de la zona del euro. Para el

septiembre, lo que probablemente esté relacionado con el debilitamiento de las exportaciones de la zona del euro en el tercer trimestre.

El consumo privado es el principal factor determinante de la recuperación y se está beneficiando de las mejoras observadas en los mercados de trabajo de la zona del euro.

La evolución favorable de la renta real disponible de los hogares ha respaldado el consumo privado desde el inicio de la recuperación a principios de 2013 (véase gráfico 15). Si bien los hogares de muchos países todavía están ajustando sus balances y desapalancándose, estos ajustes parecen limitar el consumo privado menos que antes. Las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles siguieron mejorando en septiembre (incrementándose

Gráfico 16
Empleo, índice PMI relativo a las expectativas de empleo y desempleo en la zona del euro

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestrales; escala derecha: porcentaje de la población activa)



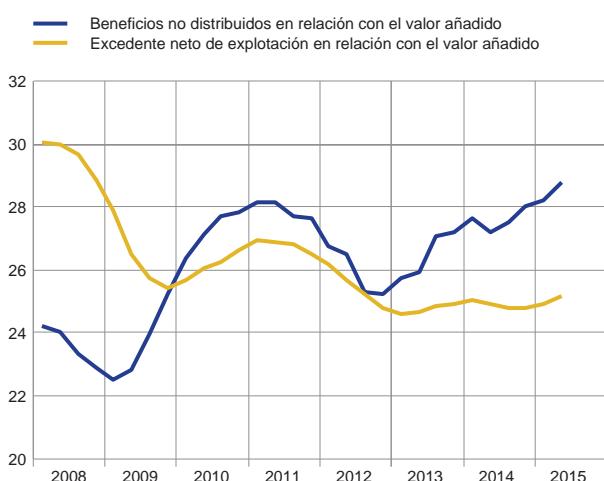
Fuente: Eurostat.

Pese a esta evolución positiva, la tasa de desempleo de la zona del euro continúa siendo elevada y, dado su actual ritmo de descenso, habrá de transcurrir mucho tiempo para que retorne a los niveles previos a la crisis. Además, aunque esta tasa se ha reducido sustancialmente desde mediados de 2013, otros indicadores más amplios de la holgura existente en el mercado de trabajo —los que tienen en cuenta a sectores de la población que se ven obligados a trabajar a tiempo

¹ En el artículo titulado «¿Qué factores explican el reciente repunte del empleo en la zona del euro?», publicado en este Boletín Económico, se presenta un análisis de la evolución del empleo en la zona del euro.

parcial o los que se han retirado del mercado laboral— continúan situados en cotas elevadas. Habida cuenta de que hay unos siete millones de personas (el 5 % de la población activa) que se ven obligadas a trabajar a tiempo parcial ante la falta de empleo a tiempo completo y más de seis millones de trabajadores desanimados (que han dejado de buscar trabajo y se han retirado del mercado laboral), la debilidad del mercado de trabajo de la zona del euro continúa siendo bastante mayor de lo que sugiere la tasa de desempleo.

Gráfico 17
Excedente neto de explotación y beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras de la zona del euro
(en porcentaje del valor añadido)



Fuente: Eurostat.

El crecimiento de la inversión ha tenido un menor peso como factor impulsor de la recuperación en curso. Aunque la inversión empresarial ha seguido una senda ascendente desde el primer trimestre de 2013, en el segundo trimestre de 2015 mostró falta de dinamismo, y es muy probable que también haya mantenido la misma dinámica en el tercer trimestre. Sin embargo, se han apreciado algunas señales alentadoras, como una mejora gradual de las condiciones de oferta del crédito, una situación menos restrictiva en la demanda y la recuperación de los beneficios empresariales. Los beneficios no distribuidos y el excedente neto de explotación apuntan a una mejora continuada de la rentabilidad de las empresas (véase gráfico 17), lo que, en un entorno de política monetaria muy acomodaticia, seguirá favoreciendo la inversión empresarial a medida que las condiciones crediticias continúen relajándose y la demanda se fortalezca.

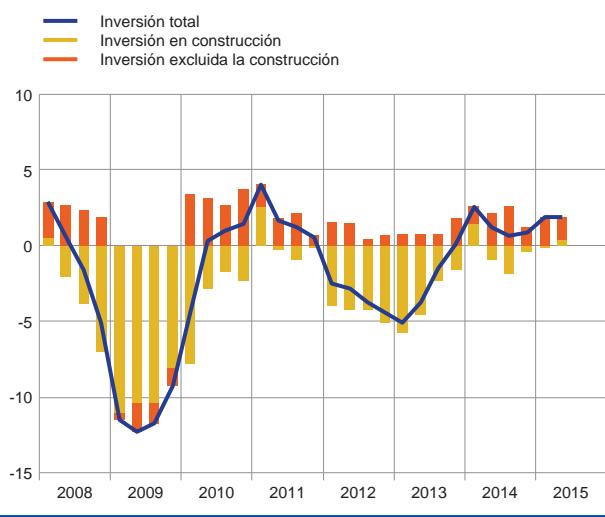
Los indicadores económicos señalan un fortalecimiento gradual de la inversión empresarial en el próximo período. Dado que la producción industrial de bienes de equipo continúa creciendo (un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre) y que los indicadores de confianza para el sector de bienes de equipo se sitúan por encima de sus niveles medios a largo plazo, las condiciones de demanda están mejorando, aunque partiendo de niveles reducidos. La mayor utilización de la capacidad productiva y la necesidad de modernizar el stock de capital tras varios años de inversión contenida respaldarán los gastos de capital. Si bien las condiciones de demanda están mejorando progresivamente, continúan siendo el principal factor limitador de la inversión empresarial, lo que, unido a la incertidumbre en torno a las políticas y a otros problemas estructurales, actualmente está frenando el gasto de inversión de las empresas (véase recuadro 2, sobre los resultados de una encuesta del BCE a grandes empresas que operan en la zona del euro). A medida que aumenten los beneficios, se sigan relajando las condiciones de financiación y continúe mejorando la confianza, la inversión empresarial se irá recuperando.

Se prevé que la inversión en construcción, que desde el principio de la crisis ha lastrado el crecimiento de la inversión total, se recupere gradualmente. Tras la acusada corrección observada en muchos mercados de la vivienda de la zona del

Gráfico 18

Crecimiento de la inversión total en la zona del euro

(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

euro después de la crisis, la inversión en construcción se mantiene débil (véase gráfico 18). En el segundo trimestre, dicha inversión experimentó una desaceleración adicional, situándose en niveles muy inferiores a los registrados antes de la crisis, y es probable que esta atonía continúe a corto plazo, ya que la producción de la construcción creció solo ligeramente en septiembre (un 0,1 %, en tasa intertrimestral). Sin embargo, unas condiciones de financiación muy favorables y los bajos tipos de interés de los préstamos hipotecarios, junto con el crecimiento de la renta disponible de los hogares, deberían impulsar la demanda de inmuebles residenciales en el próximo período. En efecto, las señales de fortalecimiento del mercado de la vivienda y el aumento de los visados de obra nueva en algunos países confirman este panorama.

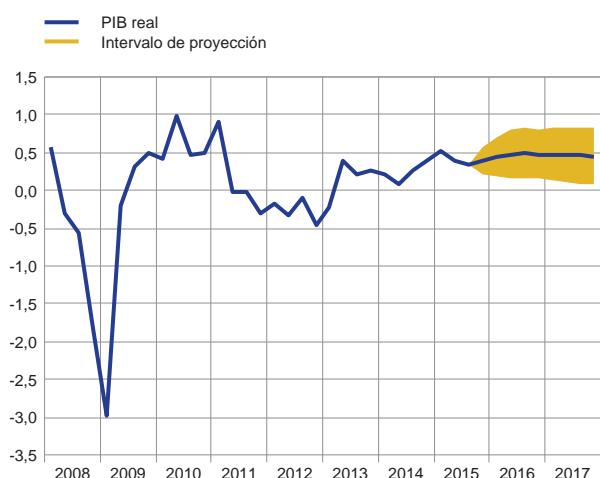
Según las proyecciones, la recuperación económica de la zona del euro cobrará fuerza en los dos próximos años, sustentada en la demanda interna, que se verá favorecida por diversos factores².

El efecto de las medidas acomodaticias de política monetaria del BCE continúa transmitiéndose a la economía real, como ponen de manifiesto la relajación adicional de las condiciones crediticias, el reciente giro en los volúmenes de crédito y la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. El consumo privado y la inversión se ven respaldados por los bajos precios del petróleo, que han llevado a un aumento del poder adquisitivo de los hogares y de los beneficios empresariales. Además, se prevé que la relajación de la política fiscal se traduzca en un incremento del consumo público y de las transferencias a los hogares. Se espera que la demanda interna siga reforzándose, a medida que disminuyan progresivamente las necesidades de desapalancamiento de los hogares y las empresas y continúe mejorando la situación de los mercados de trabajo. Al mismo tiempo, la recuperación económica de la zona del euro sigue estando frenada por las débiles perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes y la moderación del comercio mundial, los ajustes necesarios en los balances de distintos sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales. Teniendo en cuenta estos factores compensadores, las proyecciones macroeconómicas

Gráfico 19

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

(tasas de variación intertrimestrales)



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

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

de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro anticipan un crecimiento anual del PIB real del 1,5% en 2015, del 1,7% en 2016 y del 1,9% en 2017 (véase gráfico 19). Estas cifras se mantienen prácticamente inalteradas con respecto a las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE.

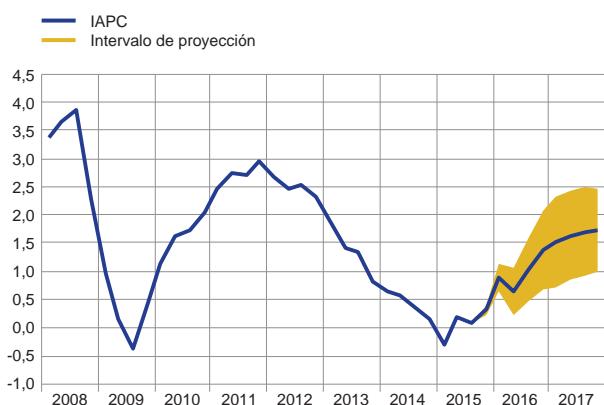
Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja. Los riesgos a la baja se refieren, en particular, al aumento de la incertidumbre relacionada con la evolución de la economía mundial y al mayor alcance de los riesgos geopolíticos, que podrían afectar al crecimiento mundial y a la demanda de exportaciones de la zona del euro, así como a la confianza de forma más amplia.

4 Precios y costes

La inflación medida por el IAPC ha returned a tasas ligeramente positivas en los dos últimos meses. Sobre la base de la información disponible y de los precios de los futuros del petróleo vigentes, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC aumente de forma significativa a finales de este año y principios del siguiente, principalmente como consecuencia de los efectos de base asociados a la caída de los precios del petróleo registrada a finales de 2014. Se prevé que las tasas de inflación sigan repuntando en 2016 y 2017, respaldadas por las medidas de política monetaria del BCE, por las expectativas de recuperación económica y por la transmisión de anteriores depreciaciones del euro. Las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,1% en 2015, el 1,0% en 2016 y el 1,6% en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja.

Gráfico 20
IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)

(tasas de variación interanual)



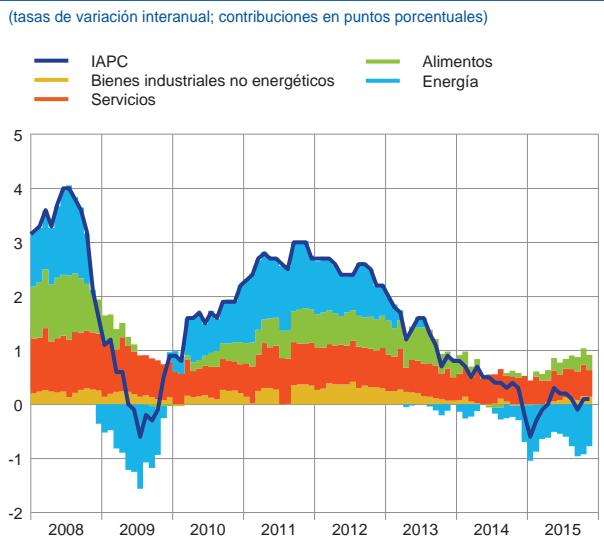
Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2015», publicado en el sitio web del BCE el 3 de diciembre de 2015.

Nota: La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2015.

La inflación general medida por el IAPC ha sido muy baja o negativa durante todo el año, reflejando el desplome de los precios del petróleo a finales de 2014. El perfil de la evolución de los precios del crudo hizo que la inflación medida por el IAPC se situara en niveles negativos en dos ocasiones, a principios de 2015 y de nuevo en el otoño. En los dos últimos meses ha retornado a valores ligeramente positivos. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC fue del 0,1% en noviembre, sin variación con respecto a octubre y superior a la tasa del -0,1% de septiembre (véase gráfico 20).

Gráfico 21

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

La evolución de los precios de la energía ha

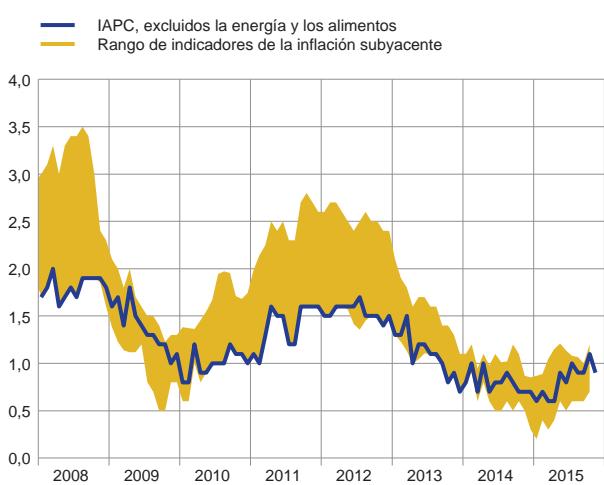
moderado la inflación. La caída que han vuelto a experimentar los precios del petróleo desde junio se ha traducido en un descenso continuado de la tasa de variación interanual de los precios de la energía. La contribución de la energía al IAPC ha sido considerablemente negativa durante todo 2015 (véase gráfico 21). No obstante, en octubre y noviembre, las acusadas disminuciones intermensuales registradas doce meses antes se excluyeron del cálculo de la tasa interanual y generaron efectos de base al alza que compensaron con creces el nuevo retroceso de los precios de la energía. A menos que los precios del petróleo sigan reduciéndose de manera significativa, es muy probable que los efectos de base también provoquen un nuevo y sustancial aumento de la tasa de variación de los precios de la energía en los próximos meses (véase recuadro 3).

La tasa de variación de los precios de los alimentos ha seguido una tendencia al alza desde principios de 2015. Más recientemente, el principal factor impulsor del repunte ha sido la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados, que se incrementó 4 puntos porcentuales entre enero y octubre.

Gráfico 22

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el rango de indicadores de la inflación subyacente se han considerado los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; media truncada (10%); media truncada (30%); la mediana del IAPC y la medida basada en un modelo de factores dinámicos. Las observaciones más recientes corresponden a noviembre de 2015 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación preliminar), y a octubre de 2015 para los demás indicadores.

Es posible que el acusado avance observado hasta octubre refleje el impacto de unas temperaturas inusualmente altas durante el verano sobre los precios de las frutas y hortalizas. En noviembre, la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados descendió ligeramente, aunque se mantuvo en niveles elevados. En cambio, la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados permaneció prácticamente estable, viéndose moderada por el descenso de los precios de los productos lácteos.

La inflación subyacente se ha estabilizado tras el repunte registrado anteriormente con respecto al mínimo de principios de 2015. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 0,9 % en noviembre, después de oscilar en torno a ese nivel sin mostrar una tendencia clara desde agosto de 2015. Otros indicadores de la inflación subyacente¹ se han mantenido relativamente

¹ En el recuadro titulado «¿Ha llegado la inflación subyacente a un punto de inflexión?», Boletín Económico, número 5, BCE, julio de 2015, se presentó un amplio conjunto de indicadores de la inflación subyacente.

estables durante los últimos meses (véase gráfico 22). Al valorar los datos más recientes de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se ha de tener presente que las tasas de variación interanual de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos también pueden estar sujetas a una volatilidad elevada de un mes a otro, debido, por ejemplo, a la dinámica de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes o de los artículos de vestir y calzado, que pueden ser muy volátiles. Cabe destacar que la evolución reciente de la inflación subyacente refleja los efectos al alza de la depreciación del tipo de cambio del euro en comparación con meses anteriores del año, así como cierto fortalecimiento de la demanda interna. Sin embargo, parte del debilitamiento de esta dinámica alcista podría atribuirse a los efectos indirectos de los descensos que recientemente han vuelto a experimentar los precios del petróleo.

Los precios de importación siguen siendo la principal fuente de presiones latentes de carácter alcista.

La tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio lleva registrando un sólido crecimiento interanual desde principios de año, aunque el incremento de la tasa de variación interanual de los precios de importación experimentó un ligero descenso recientemente, reflejando ciertas presiones a la baja derivadas de la apreciación del euro entre mayo y finales de octubre de 2015 (véase gráfico 23).

En el ámbito interno, los indicadores de la existencia de presiones latentes sobre los precios de los bienes de consumo no energético siguen apuntando a una evolución moderada en todas las fases de la cadena de precios. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio de la zona del euro ha estado fluctuando en torno a niveles justo por encima de cero durante todo el año. La tasa de variación interanual del total de precios industriales, excluidas la energía y la construcción, también se ha reducido recientemente, debido fundamentalmente al descenso de los precios industriales de los bienes intermedios hasta situarse en el nivel más bajo registrado desde marzo de 2014. Los datos procedentes de encuestas sobre los precios

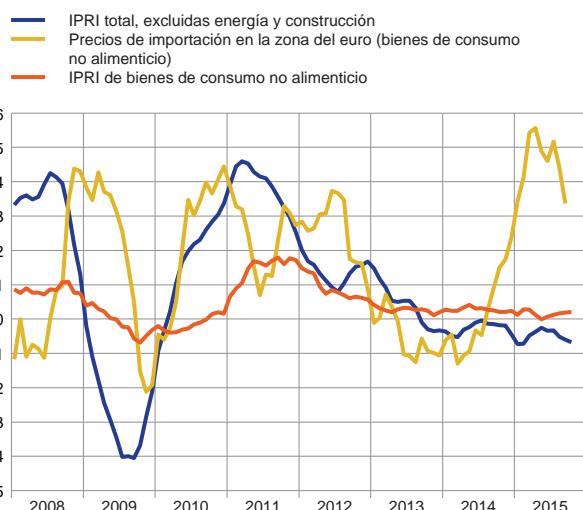
de los bienes intermedios y los precios de producción, disponibles hasta noviembre, apuntan a que las moderadas presiones inflacionistas internas sobre los precios industriales continuarán. De cara al futuro, la depreciación del euro podría empezar a ejercer presiones al alza sobre los precios de importación y, en última instancia, sobre los precios industriales a partir de noviembre.

El crecimiento de los salarios ha continuado siendo contenido (véase gráfico 24).

En los últimos trimestres, la recuperación del crecimiento de los salarios ha sido débil, lo que puede seguir reflejando el significativo grado de holgura de la economía

Gráfico 23
Precios industriales y precios de importación

(tasas de variación interanual)



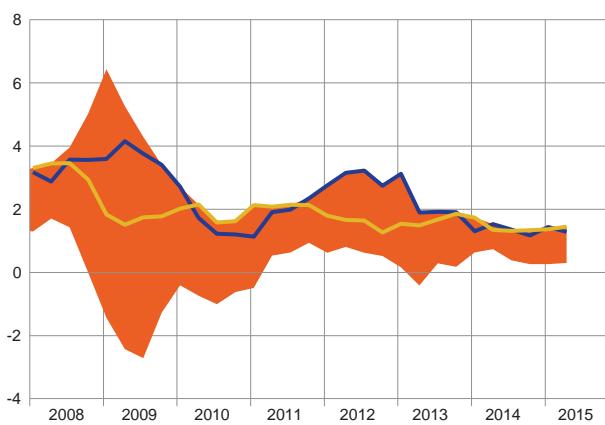
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a octubre de 2015 (IPRI) y septiembre de 2015 (precios de importación).

Gráfico 24
Salarios nominales y otros indicadores de presiones internas sobre los costes

(tasas de variación interanual)

- Remuneración por hora
- Remuneración por asalariado
- Rango



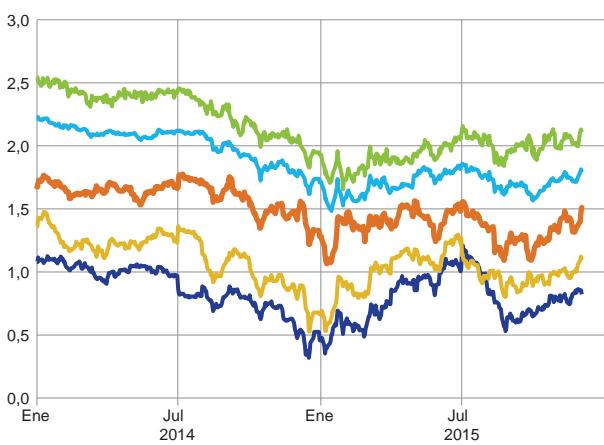
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre de 2015.
El rango incluye la remuneración nominal por hora, la remuneración nominal por asalariado, los costes laborales unitarios, el deflactor del PIB y el IPRI de los servicios.

Gráfico 25
Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

- Tasa anual dentro de un año
- Tasa anual dentro de dos años
- Tasa anual dentro de cuatro años
- Tasa anual dentro de nueve años
- Tasa anual a cinco años dentro de cinco años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

y de los mercados de trabajo, y el hecho de que el poder adquisitivo real de los salarios es mayor cuando la inflación se sitúa en niveles más reducidos (véanse recuadros 4 y 5). En contraposición a los costes laborales, los márgenes de beneficio contribuyeron a la intensificación de las presiones internas sobre los costes en el primer semestre de 2015. A esta evolución pueden haber contribuido los moderados costes salariales y las mejoras observadas en la relación real de intercambio relacionadas con la evolución contenida de los precios de importación. En conjunto, el crecimiento del deflactor del PIB —que es un indicador de las presiones inflacionistas internas— se fortaleció en el segundo trimestre de 2015.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han aumentado desde octubre, mientras que los indicadores de opinión han permanecido prácticamente estables. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación experimentaron un descenso durante el verano, y el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años retrocedió hasta situarse en el 1,56% al final de septiembre (véase gráfico 25). Desde principios de octubre, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación han registrado un aumento significativo, también en respuesta a las expectativas de los mercados de relajación adicional de la política monetaria en la zona del euro. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se incrementó unos 25 puntos básicos desde finales de septiembre y a principios de diciembre se situó en torno al 1,8%. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo de mediados de octubre, como los obtenidos de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE y de *Consensus Economics Forecast*, se han mantenido prácticamente estables en los últimos meses.

De cara al futuro, se prevé que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro continúe aumentando (véase gráfico 20). Sobre la base de la información disponible a mediados de noviembre, las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema 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 1,0 % en 2016 y el 1,6 % en 2017². Se espera que la evolución de la inflación del componente energético del IAPC desempeñe un destacado papel en la configuración del perfil de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de proyección (véase recuadro 3). Según las previsiones, los pronunciados efectos de base al alza que se registrarán a finales de este año y principios del siguiente, así como en el segundo semestre de 2016, junto con las subidas esperadas de los precios del petróleo (en consonancia con los precios de los futuros) hasta 2017, llevarán a un aumento sustancial de la inflación del componente energético del IAPC con respecto a las tasas negativas actuales. El incremento de la inflación también se verá respaldado por la recuperación gradual de la inflación subyacente, que refleja nuevas mejoras en la situación de los mercados de trabajo y en el poder de fijación de precios de las empresas a medida que la recuperación económica cobra impulso. Además, la prolongada transmisión del tipo de cambio a los precios de consumo también debería contribuir al avance de la inflación. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja.

5 Dinero y crédito

El crecimiento monetario continúa siendo sólido, mientras que el de los préstamos se está recuperando, aunque de forma gradual. Los bajos tipos de interés, los efectos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y el programa ampliado de compra de activos (APP) han contribuido a mejorar los indicadores monetarios y crediticios y a la transmisión de la política monetaria con carácter más general. Los costes de financiación de las entidades de crédito se han estabilizado en niveles próximos a sus mínimos históricos, tras haber descendido durante varios años. Los bancos han ido trasladando paulatinamente la disminución de estos costes en forma de reducción de los tipos de interés de los préstamos. Las favorables condiciones de concesión del crédito han seguido favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos, al tiempo que la heterogeneidad entre países en los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios ha vuelto a atenuarse. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras se estabilizó en el tercer trimestre de 2015.

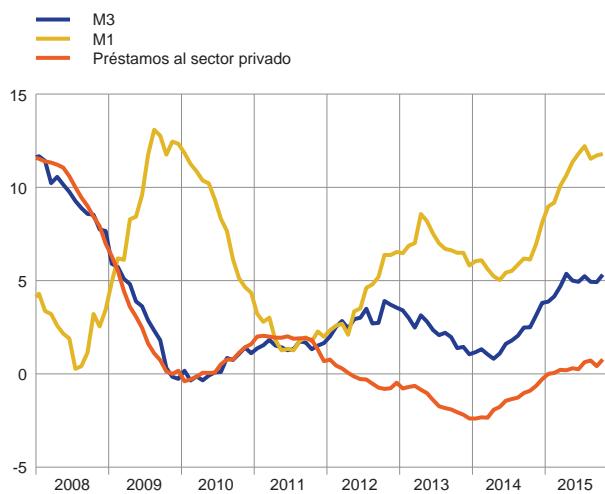
Los datos monetarios más recientes confirman la solidez del crecimiento monetario. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 5,3 % en octubre

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

Gráfico 26

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



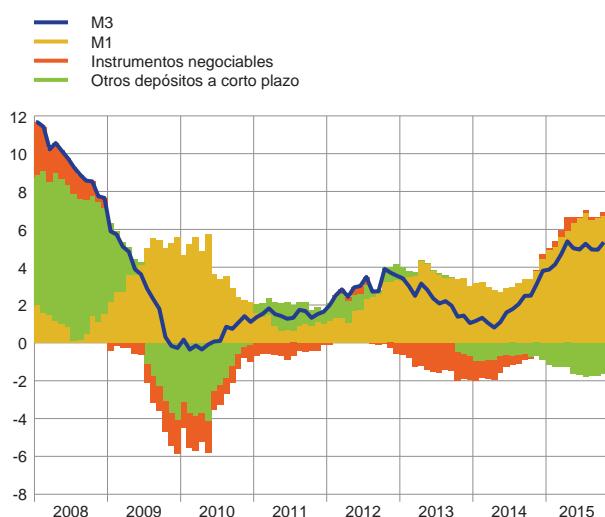
Fuente: BCE.

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

Gráfico 27

M3 y sus componentes

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



Fuente: BCE.

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

de 2015, frente al 5 % del tercer trimestre (véase gráfico 26). Este crecimiento de M3 siguió estando impulsado por el agregado monetario estrecho M1, cuya tasa de crecimiento interanual se mantuvo elevada —en el 11,8 %— en octubre, sin variación con respecto al tercer trimestre. La evolución reciente del agregado monetario estrecho respalda las perspectivas de recuperación sostenida de la actividad económica.

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

M1 contribuyó significativamente al crecimiento de M3 en octubre, al igual que durante el tercer trimestre (véase gráfico 27). El entorno de tipos de interés muy bajos está incentivando la inversión en depósitos a la vista incluidos en M3. Este avance de M1 refleja asimismo entradas de fondos relacionadas con la venta de valores públicos, de bonos garantizados y de bonos de titulización de activos por parte del sector tenedor de dinero en el marco del APP. No obstante, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) han continuado disminuyendo y siguen siendo un lastre para el crecimiento de M3. Además, en octubre la contribución de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) al crecimiento interanual de M3 fue escasa, pero positiva. Ambas dinámicas son coherentes con los reducidos niveles de remuneración que se observan para los activos monetarios menos líquidos. La evolución de los instrumentos negociables refleja la recuperación que han registrado las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario desde mediados de 2014, que ha coincidido con el aumento de sus rentabilidades con respecto a otros activos a corto plazo con características similares.

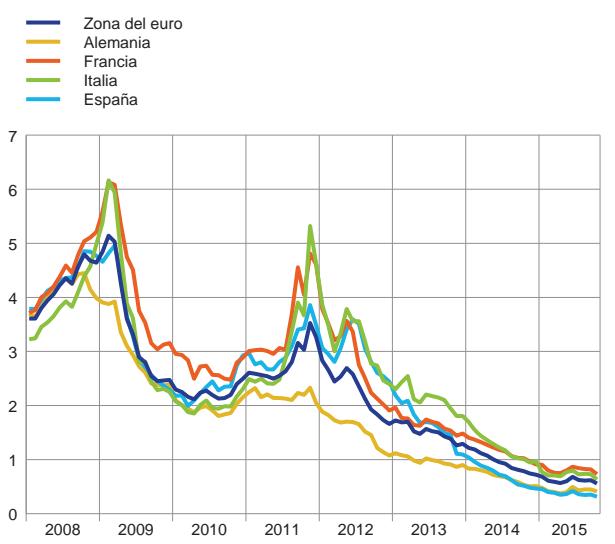
Las fuentes internas de creación de dinero continúan siendo el principal factor determinante del crecimiento del agregado monetario amplio. Este hecho se explica, en parte, por las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. En lo que respecta a las contrapartidas, parece que la dinámica de M3 está determinada, principalmente, por la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo y por la mayor contribución del crédito concedido por las IFM, factores ambos que están relacionados con las medidas de política monetaria del BCE. La tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

(excluidos capital y reservas) continuó siendo marcadamente negativa ($-6,7\%$) en octubre, prácticamente sin cambios con respecto al tercer trimestre. La contracción de estos pasivos financieros obedece, en parte, al atractivo de las TLTRO como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados, así como a las compras de activos realizadas en el marco del APP. El crédito concedido a las Administraciones Públicas aumentó de nuevo en octubre como consecuencia de las continuas compras de activos por parte del Eurosistema en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP) (y también del hecho de que el propio Eurosistema se incluye como IFM de la zona del euro). El Eurosistema adquirió un porcentaje significativo de estos activos a otras IFM, lo que representó una desviación del patrón observado hasta septiembre, cuando los no residentes eran los principales vendedores al Eurosistema. Además, la contribución del crédito al sector privado, que ha constituido el principal lastre del crecimiento monetario en los últimos años, volvió a incrementarse en octubre. La aportación interanual de los activos exteriores netos del sector de IFM al crecimiento de M3 siguió siendo negativa, ya que las salidas de capitales (incluidas las relacionadas con el PSPP) contrarrestaron el considerable superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro.

Gráfico 28

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

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



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

Notas: El coste agregado de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La observación más reciente corresponde a octubre de 2015.

entidades de crédito estén pasando a niveles negativos como consecuencia del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE.

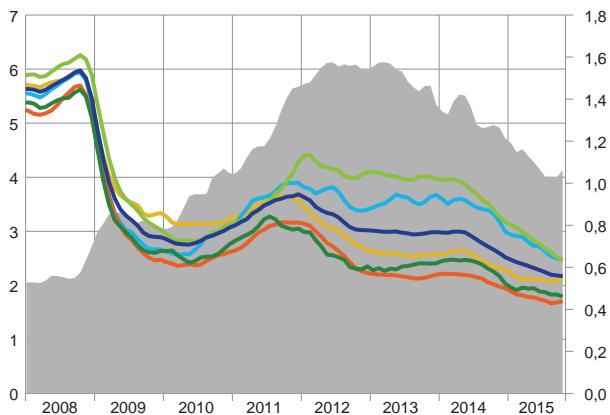
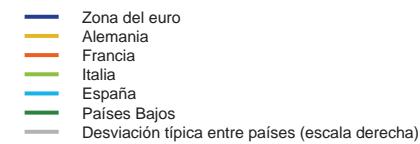
Los tipos de interés del crédito bancario se stabilizaron en niveles reducidos en el tercer trimestre. El coste nominal de la financiación bancaria de las sociedades no financieras y de los hogares ha disminuido significativamente desde

Los costes de financiación de las entidades de crédito se mantienen próximos a sus mínimos históricos.

históricos. El coste agregado de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda ha ido disminuyendo durante varios años (véase gráfico 28), en un entorno de amortizaciones netas de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. El paquete de medidas de expansión crediticia del BCE y el APP han contribuido significativamente a reducir los costes de financiación de las entidades bancarias. Tras el episodio de ajuste de los precios de mayo de 2015, estos costes se establecieron en mínimos históricos durante el tercer trimestre. En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2015, las entidades de crédito señalaron que el acceso a la financiación mediante los instrumentos de mercado principales había mejorado en el tercer trimestre, salvo en el caso de los depósitos minoristas, dado que se había producido un ligero deterioro de la financiación mediante este tipo de depósitos. Sin embargo, hasta el momento no existen claros indicios de que los costes de los depósitos de las

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

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)

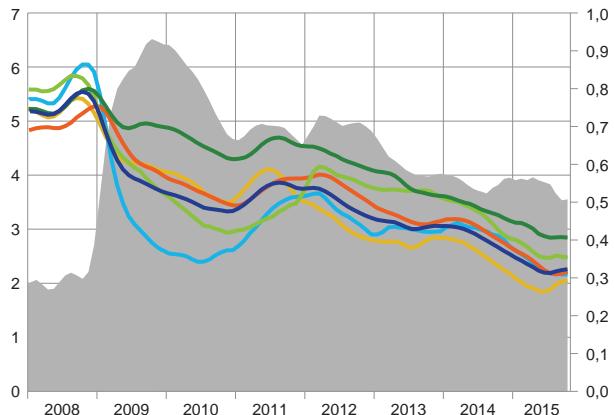


Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste 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 octubre de 2015.

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

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

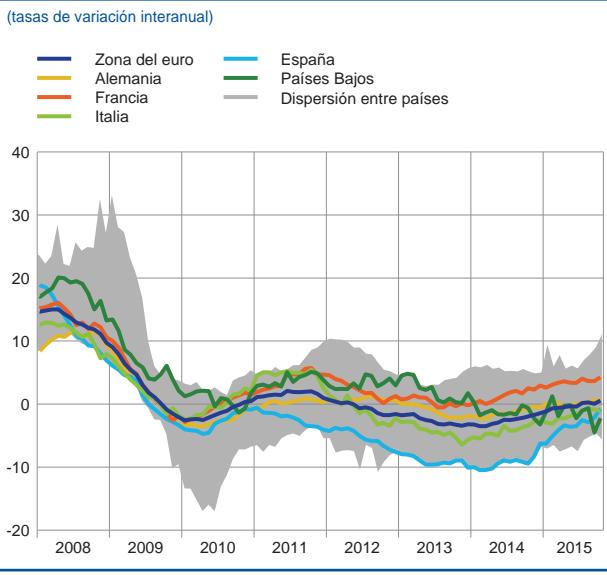
Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro.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

mediados de 2014. Desde que el BCE anunció el paquete de medidas de expansión crediticia en junio de 2014, las entidades de crédito han ido transmitiendo la disminución de sus costes de financiación en forma de reducción de los tipos de interés de sus préstamos. En consecuencia, los costes de financiación agregados de las sociedades no financieras y de los hogares de la zona del euro han descendido 79 y 65 puntos básicos, respectivamente (véanse gráficos 29 y 30). Datos recientes correspondientes a septiembre y octubre sugieren que los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios se han estabilizado en niveles bajos.

La heterogeneidad entre países en los tipos de interés de los préstamos bancarios ha vuelto a atenuarse, pero sigue estando por encima del nivel anterior a la crisis. A este respecto, el APP y el paquete de medidas de expansión crediticia adoptadas por el BCE han contribuido a estrechar significativamente la dispersión de los costes de financiación entre países. En los países de la zona del euro vulnerables, los tipos de interés de los préstamos bancarios han disminuido de forma especialmente acusada. Sin embargo, pese a alguna mejora alentadora en las condiciones de oferta del crédito en la zona del euro en su conjunto, los criterios de aprobación continúan variando entre países y sectores.

El crecimiento de los préstamos al sector privado se va recuperando gradualmente, pero sigue siendo débil. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado siguió incrementándose en el tercer trimestre

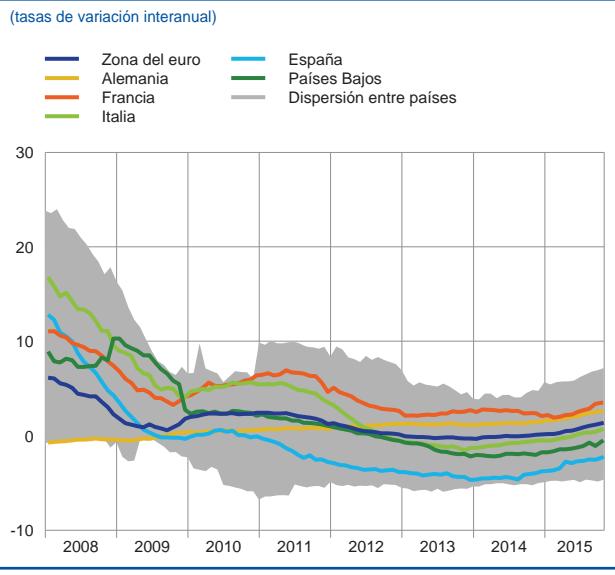
Gráfico 31
Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras
en algunos países de la zona del euro



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a octubre de 2015.

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



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a octubre de 2015.

y en octubre (véase gráfico 26), y se observaron mejoras paulatinas en la dinámica crediticia tanto de las empresas como de los hogares. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras (ajustados de titulizaciones y otras transferencias) se ha ido recuperando gradualmente desde principios de 2015, situándose en el 0,6% en octubre (véase gráfico 31). Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de titulizaciones y otras transferencias) repuntó en el tercer trimestre y en octubre (véase gráfico 32). Como se ha indicado anteriormente, estas tendencias se han visto favorecidas por la significativa reducción de los tipos de interés del crédito bancario en toda la zona del euro desde el verano de 2014, así como por la mejora de la oferta y la demanda de préstamos bancarios. Pese a esta evolución positiva, la atonía del crecimiento económico, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y las condiciones relativamente restrictivas 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 la financiación externa a las sociedades no financieras se estabilizó en el tercer trimestre, tras el fortalecimiento adicional registrado en el primer semestre del año. En el tercer trimestre, la financiación externa de las sociedades no financieras se situó en niveles similares a los observados en la primera mitad de 2012 —o en 2004, antes del inicio del período de fuerte crecimiento del crédito—. La recuperación observada desde principios de 2014 en la financiación externa de las sociedades no financieras se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, la reducción adicional del coste de los préstamos bancarios, la relajación de las condiciones de concesión de dichos préstamos y el hecho de que el coste de los valores de renta

fija se haya mantenido en un nivel muy bajo. Al mismo tiempo, en el tercer trimestre, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras siguieron incrementándose hasta situarse en máximos históricos, lo que guarda relación con posibles nuevos aumentos de los beneficios no distribuidos, con los bajos costes de oportunidad y con los episodios de incertidumbre en los mercados financieros.

Los datos mensuales muestran que la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras volvió a registrar una moderación en agosto y en septiembre, tras recuperarse temporalmente en julio. Es probable que esta evolución se deba a los recientes aumentos del coste de la financiación mediante valores de renta fija, y quizás también al incremento adicional de los beneficios no distribuidos (que reducirían la necesidad de financiación externa de las sociedades no financieras). Esta reciente disminución de la emisión de valores representativos de deuda se produjo tras la fuerte actividad emisora de las sociedades no financieras y sus sociedades vehiculares observada en el primer trimestre del año, a raíz de la puesta en marcha del PSPP. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras también se moderó de forma significativa en agosto y en septiembre, tras la solidez mostrada en los meses anteriores.

Se estima que el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras descendió en octubre y en noviembre, tras incrementarse en el tercer trimestre. Este descenso fue atribuible principalmente a la recuperación de las cotizaciones bursátiles —que redujo el coste de financiación mediante acciones— y, en menor medida, a la moderación del coste de financiación mediante deuda. En octubre y noviembre, el coste de la financiación mediante acciones y mediante valores de renta fija de las sociedades no financieras se situó, en promedio, en torno a 20 y 55 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles observados en febrero, mes en que registraron mínimos históricos.

6

Evolución de las finanzas públicas

Se prevé que el saldo presupuestario de la zona del euro mejore solo ligeramente, como consecuencia de una evolución cíclica favorable y de los reducidos pagos por intereses. Al mismo tiempo, se espera que la política fiscal se torne expansiva en 2016 y sea prácticamente neutral en 2017, debido fundamentalmente a los recortes de impuestos aprobados en varios países para estimular el crecimiento y el empleo, así como al impacto de la afluencia de refugiados en algunos países. De cara al futuro, muchos países necesitarán realizar esfuerzos de consolidación 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 mejore solo ligeramente durante los dos próximos años. Según las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos

Cuadro 1
Evolución fiscal en la zona del euro

(porcentaje del PIB)

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

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

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.

del Eurosistema para la zona del euro, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona se reducirá desde el 2% del PIB en 2015 hasta el 1,8% del PIB en 2017 (véase cuadro 1). Para el final del horizonte de proyección es probable que casi todos los países de la zona del euro registren déficits presupuestarios inferiores al valor de referencia del 3% del PIB. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2015, las perspectivas de déficit global para los dos próximos años prácticamente no han variado, pese al tono algo más expansivo que adoptará la política fiscal a partir de 2016.

La reducción prevista del déficit estará impulsada principalmente por una evolución cíclica favorable y por unos gastos por intereses más reducidos.

En algunos países, la desaparición del efecto de factores transitorios en 2015, relacionados, entre otras cosas, con las medidas de apoyo al sector financiero, también contribuirán a la mejora presupuestaria prevista. Estos factores que reducen el déficit se ven compensados, en cierta medida, con paquetes de medidas de estímulo fiscal, entre las que se incluyen sustanciales recortes impositivos en 2016 aprobados en varios países con el fin de promover el crecimiento económico y el empleo. Por ejemplo, en los Países Bajos, el Gobierno tiene previsto introducir medidas de estímulo que incluyen rebajas de los impuestos directos que recaen sobre los hogares. En Italia, el Gobierno suprimirá el impuesto sobre las viviendas en régimen de propiedad a partir de 2016, reducirá el impuesto sobre sociedades y, temporalmente, las cotizaciones sociales, medidas que se compensarán, en parte, con la disminución del consumo público. En España se están introduciendo recortes significativos de los impuestos sobre la renta y sobre sociedades en el período 2015-2016. Austria también planea reducir los impuestos directos que pagan los hogares a partir de 2016, tras la aprobación de una reforma tributaria que también contempla aumentos del IVA. Del mismo modo, en Bélgica, el Gobierno aplicará recortes del impuesto sobre la renta y de las cotizaciones sociales a partir de 2016 que, no obstante, quedarán sobradamente compensados con medidas de consolidación consistentes en reducciones del gasto y en una subida de los impuestos indirectos. En Irlanda, se espera que las medidas fiscales de carácter

expansivo incluidas en el proyecto de plan presupuestario para 2016 conduzcan a una menor reducción del déficit en un entorno macroeconómico sólido.

Se espera que la afluencia de refugiados afecte a la situación de las finanzas públicas de algunos países. Se prevé que los costes presupuestarios inmediatos derivados de la afluencia de refugiados sean apreciables en los países más afectados, mientras que es probable que el impacto sea reducido en otros países de la zona del euro que los refugiados están atravesando para llegar a su destino final. Los costes fiscales son resultado, principalmente, de las transferencias de efectivo a los refugiados y del gasto en consumo público, que incluye un aumento de los costes salariales y de vivienda. Algunos países han publicado estimaciones de los costes potenciales asociados a estas circunstancias en el contexto de los proyectos de planes presupuestarios para 2016, pero son proclives a una elevada incertidumbre. Para 2016, estos costes oscilan desde el 0,35 % del PIB en Austria, hasta el 0,2 % en Italia y Alemania, y el 0,1 % en Bélgica y Eslovenia¹.

A tenor de las previsiones, la mejora del saldo estructural se paralizará.

Se prevé que la orientación de la política fiscal en la zona del euro, medida por la variación del saldo ajustado de ciclo excluido el apoyo al sector financiero, sea más expansiva en 2016, antes de pasar a ser prácticamente neutral en 2017. Sobre la base de las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el déficit estructural de la zona del euro se incrementará 0,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,9 % del PIB en 2016, como consecuencia de los recortes impositivos y de las cotizaciones sociales en varios países, así como del gasto relacionado con la afluencia de refugiados, y se mantendrá en este nivel en 2017. Las previsiones también apuntan a una orientación menos restrictiva en 2016 en comparación con las proyecciones de septiembre de 2015, en las que se esperaba que el tono de la política fiscal fuera prácticamente neutral.

La ratio media de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro se encuentra en una senda descendente, aunque se mantiene en un nivel elevado. Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro descienda desde el nivel máximo del 92,1 % del PIB registrado en 2014 hasta situarse en el 88,9 % del PIB al final de 2017. La reducción proyectada de la deuda de las Administraciones Públicas, ligeramente superior a la prevista en las proyecciones de septiembre de 2015, está respaldada por una evolución favorable del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, así como de los superávits primarios. Además, los ajustes negativos entre déficit y deuda, reflejo, entre otras cosas, de los ingresos procedentes de privatizaciones y del uso de las reservas de efectivo, también contribuirán a las mejores perspectivas de deuda. Sin embargo, en algunos países es probable que la deuda siga incrementándose durante el horizonte de proyección. Como los niveles de deuda siguen siendo elevados en

¹ Véase también el recuadro «El impacto del flujo de refugiados en la economía de la zona del euro», en el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2015».

muchos países de la zona del euro, es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la ratio de deuda se sitúe en una firme senda descendente. La contención de los riesgos para la sostenibilidad de la deuda es fundamental en vista de los importantes retos a largo plazo que plantean el envejecimiento de la población y los crecientes costes de la atención sanitaria y de los cuidados de larga duración.

Se espera que la insuficiencia de los esfuerzos estructurales que señalan las proyecciones aumente la brecha con respecto a las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Aunque los Gobiernos deben valorar detenidamente la orientación de su política fiscal para alcanzar un equilibrio adecuado entre la necesidad de reducir los elevados niveles de deuda y de no perjudicar la recuperación, es imprescindible asegurar el cumplimiento de las exigencias del PEC. No obstante, los proyectos de planes presupuestarios para 2016 publicados el 18 de noviembre apuntan a que el ajuste estructural previsto será insuficiente en muchos países de la zona del euro. Es fundamental que los mecanismos de alerta temprana y los instrumentos correctores introducidos en el marco presupuestario reforzado se apliquen plenamente y de manera coherente (véase recuadro 7). En particular, los países que registran altos niveles de deuda deberían realizar progresos hacia la consecución de sus objetivos presupuestarios a medio plazo.

La disciplina presupuestaria debería complementarse con reformas estructurales que promuevan el crecimiento. Es necesario introducir reformas estructurales profundas en los mercados de trabajo y de productos para mejorar las perspectivas de crecimiento potencial de las economías de la zona del euro y contribuir a la reducción de los niveles de deuda. Además, en muchos países de la zona existe la necesidad de que su sistema impositivo potencie más el crecimiento. Por ejemplo, la reducción de la cuña fiscal sobre las rentas del trabajo puede tener efectos positivos en el crecimiento y en el empleo, especialmente a corto plazo. Sin embargo, esto no puede reemplazar por completo a la necesidad de acometer las reformas estructurales en los mercados de trabajo. El llamamiento para reducir la presión fiscal sobre las rentas del trabajo y reformar el mercado laboral ha sido un elemento habitual de las recomendaciones específicas para cada país de la Comisión Europea, pero los avances en este sentido han sido bastante limitados hasta ahora.

Recuadro 1

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 22 de julio y el 27 de octubre de 2015

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de reservas de 2015, comprendidos entre el 22 de julio y el 8 de septiembre de 2015 y entre el 9 de septiembre y el 27 de octubre 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 %, respectivamente¹. El 30 de septiembre de 2015 se liquidó la quinta operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés), en la que se adjudicaron 15,5 mm de euros, frente a los 73,8 mm de euros adjudicados en la operación anterior en junio. Con ello, el importe total adjudicado en las cinco primeras TLTRO ascendió a 399,6 mm de euros². Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, 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 de euros al mes³.

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 38,4 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el tercero y el cuarto período de mantenimiento del año), hasta situarse, en promedio, en 646,5 mm de euros. Este aumento se debió, fundamentalmente, al incremento de 36,7 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos, que alcanzaron la cifra de 533,5 mm de euros (véase cuadro).

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

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

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

Cuadro
Situación de liquidez del Eurosistema

	22 de julio a 27 de octubre de 2015	22 de abril a 21 de julio de 2015		Sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)						
Factores autónomos de liquidez	1.675,7	(-14,6)	1.690,3	1.692,8	(+34,2)	1.658,6
Billetes en circulación	1.053,9	(+19,4)	1.034,5	1.052,4	(-2,9)	1.055,3
Depósitos de las AAPP	79,3	(-6,3)	85,6	95,2	(+31,8)	63,4
Otros factores autónomos	542,5	(-27,7)	570,2	545,2	(+5,4)	539,8
Instrumentos de política monetaria						
Cuentas corrientes	446,9	(+107,5)	339,4	465,3	(+36,9)	428,4
Exigencias de reservas mínimas	113,0	(+0,9)	111,2	113,2	(+0,5)	112,7
Facilidad de depósito	150,4	(+49,1)	101,3	152,8	(+4,7)	148,0
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0
Activo - Oferta de liquidez (medias; mm de euros)						
Factores autónomos de liquidez	1.142,5	(-51,3)	1.193,8	1.135,7	(-13,6)	1.149,3
Activos exteriores netos	623,2	(-26,5)	649,8	619,1	(-8,3)	627,4
Activos netos denominados en euros	519,3	(-24,8)	544,1	516,7	(-5,2)	521,9
Instrumentos de política monetaria						
Operaciones de mercado abierto	1.130,4	(+193,2)	937,2	1.175,5	(+90,2)	1.085,3
Operaciones de subasta	533,4	(+20,2)	513,2	532,3	(-2,2)	534,5
OPF	71,3	(-18,4)	89,7	70,2	(-2,2)	72,4
Operaciones de financiación con plazo especial	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0
OFPML a tres meses	73,6	(-16,9)	90,5	69,2	(-8,9)	78,1
OFPML a tres años	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0
OFPML con objetivo específico (TLTRO)	388,5	(+55,5)	333,0	393,0	(+8,9)	384,1
Carteras en firme	597,0	(+173,0)	424,0	643,2	(+92,4)	550,8
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	22,2	(-2,2)	24,4	21,9	(-0,6)	22,5
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	10,5	(-0,6)	11,1	10,4	(-0,3)	10,7
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	114,9	(+27,8)	87,1	122,3	(+14,8)	107,6
Programa para los mercados de valores	128,5	(-8,2)	136,6	127,1	(-2,7)	129,8
Programa de compras de bonos de titulización de activos	11,9	(+4,4)	7,5	13,2	(+2,5)	10,7
Programa de compras de valores públicos	308,9	(+151,6)	157,4	348,3	(+78,6)	269,6
Facilidad marginal de crédito	0,4	(+0,2)	0,2	0,1	(-0,5)	0,6
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)						
Necesidades de liquidez agregadas	646,5	(+38,4)	608,0	670,7	(+48,5)	622,2
Factores autónomos ¹⁾	533,5	(+36,7)	496,8	557,5	(+48,0)	509,5
Exceso de liquidez	483,9	(+154,7)	329,2	504,8	(+41,6)	463,1
Evolución de los tipos de interés (porcentajes)						
OPF	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05
Facilidad marginal de crédito	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30
Facilidad de depósito	-0,20	(+0,00)	-0,20	-0,20	(+0,00)	-0,20
Eonia medio	-0,130	(-0,022)	-0,107	-0,139	(-0,018)	-0,121

Fuente: BCE.

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

1) Incluye «partidas en curso de liquidación».

El incremento observado en la media de los factores autónomos fue resultado, principalmente, de la disminución de la media de los factores de inyección de liquidez, tanto de los activos exteriores netos como de los activos netos denominados en euros. Los activos exteriores netos se situaron, en promedio, en 623,2 mm de euros, 26,5 mm de euros por debajo de la cifra del período de referencia anterior. La apreciación del euro con respecto al dólar estadounidense durante el período analizado se tradujo en una disminución del valor de los activos

exteriores netos. Además, los activos netos denominados en euros se situaron, en promedio, en 519,3 mm de euros, 24,8 mm de euros por debajo del importe del período de referencia anterior. Los activos netos denominados en euros descendieron como consecuencia de la depreciación de los activos financieros mantenidos por el Eurosystema con fines distintos de la política monetaria, así como del aumento de los pasivos mantenidos por entidades de fuera de la zona del euro en los bancos centrales nacionales. Con anterioridad, estas entidades habían reducido significativamente sus tenencias de efectivo en el Eurosystema para evitar los tipos de interés negativos, pero en el período considerado volvieron a incrementarlas, posiblemente debido al menor número de alternativas atractivas en el mercado.

Los factores de absorción de liquidez disminuyeron en el período analizado como consecuencia del descenso de otros factores autónomos, que solo fue contrarrestado parcialmente por el habitual aumento estacional de los billetes en circulación durante el verano. Otros factores autónomos se situaron, en promedio, en 542,5 mm de euros, con un descenso de 27,7 mm de euros con respecto al período de análisis anterior, que refleja sobre todo una reducción de las cuentas de revalorización. Además, el importe medio de los depósitos de las Administraciones Públicas, que registró una contracción de 6,3 mm de euros y se situó en 79,3 mm de euros, también contribuyó a la caída de las necesidades de liquidez. La contracción de los depósitos de las Administraciones Públicas fue continuación de la tendencia general a la baja observada desde septiembre de 2014 (cuando el BCE rebajó el tipo de interés de la facilidad de depósito al -0,20%), y compensó parcialmente el aumento observado en el período de referencia anterior, cuando los Tesoros que intentaban colocar efectivo en el mercado tenían pocas alternativas. La disminución en el período considerado estuvo asociada a la reducción de los tipos de interés que algunos Tesoros estaban dispuestos a aceptar al colocar su exceso de liquidez en el mercado. Por otra parte, los billetes en circulación aumentaron durante el verano, siguiendo el habitual patrón estacional, lo que contrarrestó en parte el descenso de otros factores de absorción de liquidez. Los billetes en circulación se situaron en 1.053,9 mm de euros, en promedio, en el período analizado, lo que supone un incremento de 19,4 mm de euros con respecto a la media del período de referencia anterior.

La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada durante el período analizado. Dicha volatilidad reflejó, principalmente, las marcadas fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y la revalorización trimestral de los activos exteriores netos y de los activos netos denominados en euros. No obstante, la volatilidad fue inferior a la registrada en el período de referencia anterior, pese a que el nivel de los factores autónomos mantuvo una tendencia al alza.

El error medio absoluto de las previsiones semanales de los factores autónomos se mantuvo sin variación en la cifra de 6,4 mm de euros en el período analizado y se debió, principalmente, a los errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas. Aunque los errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas se redujeron ligeramente, continuaron siendo la principal fuente de error,

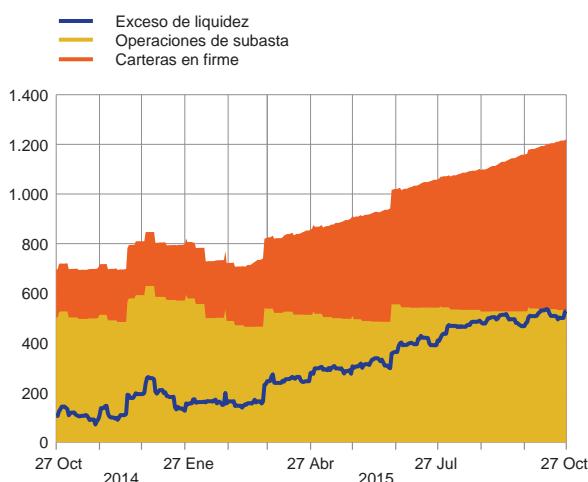
ya que siguió resultando difícil anticipar la actividad inversora de los Tesoros en un entorno de tipos de interés a corto plazo del mercado monetario cada vez más negativos y de elevados niveles de exceso de liquidez.

Liquidez injectada mediante instrumentos de política monetaria

Gráfico

Evolución de los instrumentos de política monetaria y exceso de liquidez

(mm de euros)



Fuente: BCE.

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y compras simples— se incrementó en 193,2 mm de euros, hasta situarse en 1.130,4 mm de euros (véase gráfico).

Las compras simples representaron el 90 % de dicho aumento y estuvieron relacionadas, principalmente, con el programa de compras de valores públicos.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta aumentó en 20,2 mm de euros, situándose en 533,4 mm de euros, impulsada por las TLTRO. La liquidez media injectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 18,4 mm de euros y 16,9 mm de euros, respectivamente, pero esta reducción se vio compensada con creces por la liquidez media proporcionada en las TLTRO, que se incrementó en 55,5 mm de euros, hasta situarse en 388,5 mm de euros. El quinto período de mantenimiento fue

el que más contribuyó a dicho aumento, dado que los fondos obtenidos en la operación adjudicada en junio fueron significativamente superiores a los obtenidos en la operación adjudicada en septiembre.

La liquidez media proporcionada a través de carteras en firme aumentó en 173,0 mm de euros, hasta situarse en 597,0 mm de euros, debido, principalmente, al programa de compras de valores públicos. La liquidez media proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados y del programa de compras de bonos de titulización de activos, que aumentó en 151,6 mm de euros, 27,8 mm de euros y 4,4 mm de euros, respectivamente, compensó con creces la amortización de los bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de los desarrollos detallados anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó en 154,7 mm de euros adicionales y se situó en

483,9 mm de euros en el período analizado (véase gráfico). La mayor parte de dicho aumento se produjo en el quinto período de mantenimiento, cuando el exceso medio de liquidez se incrementó en 91,3 mm de euros debido a que los factores autónomos prácticamente no se modificaron. En el sexto período de mantenimiento, el exceso medio de liquidez registró un avance menos intenso, de 41,6 mm de euros. La relativa debilidad de este avance fue atribuible principalmente al incremento de los factores autónomos, que absorbió parcialmente el aumento de las adquisiciones en el marco del APP, lo que proporciona evidencia adicional de que la volatilidad de los factores autónomos está influyendo en la evolución del exceso de liquidez.

El aumento del exceso de liquidez quedó reflejado fundamentalmente en un incremento de 107,5 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, que se situaron en 446,9 mm de euros durante el período analizado. Este incremento se repartió de forma bastante homogénea entre los dos períodos de mantenimiento, registrándose un aumento de los saldos medios de 47 mm de euros y 36,9 mm de euros en el quinto y en el sexto período de mantenimiento, respectivamente. El recurso medio a la facilidad de depósito también se incrementó, aunque en menor medida, con un alza de 49,1 mm de euros, hasta situarse en 150,4 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Al igual que en el período de referencia anterior, los tipos de interés del mercado monetario siguieron cayendo como consecuencia del aumento continuado del exceso de liquidez y la creciente aceptación de las operaciones a tipos negativos por parte de los participantes en el mercado. En el mercado de operaciones sin garantías, el eonia se situó, en promedio, en el –0,130 %, por debajo del nivel medio del –0,107 % del período de referencia anterior. La disminución más pronunciada se produjo en el sexto período de mantenimiento, en el que el eonia se situó, en promedio, en el –0,139 %, lo que representa un descenso de 0,018 puntos porcentuales con respecto al nivel del período de mantenimiento previo. Los tipos de interés a un día en el segmento de operaciones con garantías retrocedieron hasta situarse en niveles próximos al tipo de interés de la facilidad de depósito. De hecho, los tipos de determinados valores utilizados como garantía⁴ cayeron incluso por debajo del tipo de interés de la facilidad de depósito. Los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling⁵ descendieron hasta situarse en el –0,187 % y en el –0,184 % para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que supone una disminución de 0,007 y 0,014 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior.

⁴ Véase, por ejemplo, «RepoFunds Rate»: www.repo funds rate.com.

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

Recuadro 2

¿Cuáles son las causas de la baja inversión en la zona del euro?

Respuestas de una encuesta a grandes empresas de la zona

Gráfico A
Inversión en la zona del euro en épocas de recuperación

(índice: máximo antes de la crisis=100)

I TR 2008 I TR 1980
I TR 1992 IV TR 1973



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: «I TR» se refiere a los niveles máximos anteriores a la crisis en los períodos de tiempo respectivos. Los trimestres posteriores reflejados en el eje de abscisas muestran el número de trimestres que se ha tardado, históricamente, en recuperar dichos máximos, facilitándose una comparación con la crisis reciente.

se resumen los resultados de una encuesta específica *ad hoc* llevada a cabo entre las principales empresas de la zona del euro relativa a la situación de la inversión en la zona y sus limitaciones.

En el cuadro A se presentan el desglose y la representatividad de las 74 respuestas recibidas¹. 31 de las empresas encuestadas pertenecen al sector industrial en general (incluidas tres empresas de producción y transformación de productos agrícolas), 13 operan en la construcción y actividades relacionadas, y 30 pertenecen al sector servicios (incluidos el comercio minorista y el transporte, los servicios a empresas y los servicios de consumo). La comparación de su tamaño con los datos de las cuentas nacionales indica que, en conjunto, estas 74 empresas

Pese a que la recuperación económica de la zona del euro continúa, la inversión sigue siendo baja con respecto a los niveles anteriores a la crisis y su crecimiento ha sido muy débil en comparación con los precedentes históricos (véase gráfico A).

En cierta medida, la lenta recuperación de la inversión en la zona del euro refleja la prolongada duración de la crisis, que ha hecho que el producto todavía tenga que repuntar hasta alcanzar el nivel registrado antes de su estallido. Sin embargo, la larga recuperación también es atribuible a otros factores que han contribuido, en distinta medida y durante diferentes períodos, a limitar la inversión en la zona del euro. Estos factores están relacionados con el acceso a la financiación, la mayor preocupación de las empresas como consecuencia de la situación de la demanda, las perspectivas de crecimiento y las mayores restricciones en cada empresa. Todos ellos reducen el incentivo para invertir. En este recuadro

¹ La encuesta sobre inversión era en formato papel y se envió por correo electrónico directamente a los directores financieros de una muestra de grandes empresas de la zona del euro. La encuesta contenía una mezcla de preguntas abiertas y cerradas relativas a: planes y estrategia de inversión para 2015; planes de inversión actuales y futuros y opiniones sobre las limitaciones existentes y las medidas de política económica que podrían contribuir a respaldar o fomentar una mayor inversión en la zona del euro a más largo plazo.

Cuadro A
Estadísticas resumidas de una encuesta *ad hoc* sobre inversión

	Encuestados	Porcentaje de la economía total	
Empleo (miles)	3.770	2,5%	
Inversión (millones de euros)	35.145	3,0%	
Desglose sectorial	Número	Porcentaje del total de encuestados	Porcentaje del valor añadido
Industria, excluida construcción	31	42%	28%
Construcción ¹⁾	13	18%	23%
Servicios	30	41%	49%
De los cuales:			
Entre empresas	11	15%	22%
De empresas a consumidores	19	26%	27%

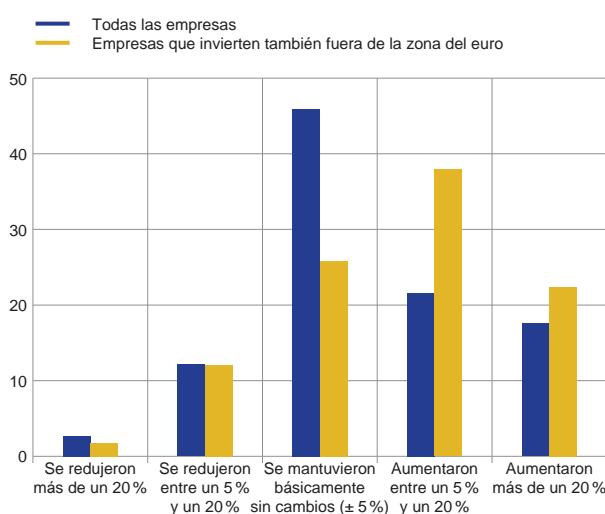
Fuentes: Encuesta sobre inversión, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El número de empleados y los presupuestos de inversión para 2014 han sido indicados por los encuestados. El porcentaje del valor añadido corresponde a la economía de las empresas no financieras y excluye al sector financiero, al sector público y al sector agrícola. «Industria, excluida construcción» incluye empresas de transformación de alimentos y productores agrícolas.

1) «Construcción» incluye actividades inmobiliarias.

Gráfico B
Planes de inversión de las grandes empresas en 2015 en comparación con 2014

(porcentaje de empresas encuestadas)



Fuentes: Encuesta sobre inversión y cálculos del BCE.

Cuadro B
Desglose del gasto en inversión por categoría

(porcentaje de empresas encuestadas)

	<30 %	30 %-60 %	>60 %
Gastos de capital	10 %	19 %	71 %
Investigación y desarrollo	72 %	22 %	7 %
Otros (p. ej., activos intangibles)	84 %	12 %	4 %

Fuentes: Encuesta sobre inversión y cálculos del BCE.

Nota: Las filas pueden no sumar el 100% debido al redondeo.

representan alrededor del 2,5% del empleo total y el 3% del gasto total en inversión no residencial del sector privado en 2014.

Según los encuestados, en conjunto, los presupuestos de inversión aumentaron entre 2014 y 2015 (véase gráfico B). Sin embargo, en un entorno de moderado crecimiento sostenido en toda la zona del euro, cerca de la mitad de los participantes en la encuesta mantuvieron prácticamente sin cambios sus presupuestos de inversión. En cuanto a los más de dos tercios del total de encuestados que también invirtieron fuera de la zona del euro, sus niveles de inversión —sobre todo de las grandes multinacionales que operan en los sectores manufacturero y de la construcción— fueron en general más elevados fuera de la zona (véanse las barras amarillas del gráfico B). Al responder a la pregunta sobre los principales destinos de sus inversiones fuera de la zona del euro, estos encuestados citaron normalmente economías emergentes, así como economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro, lo que sugiere que persiste la preocupación sobre el rendimiento potencial de la inversión en la zona del euro y en la UE a escala más amplia.

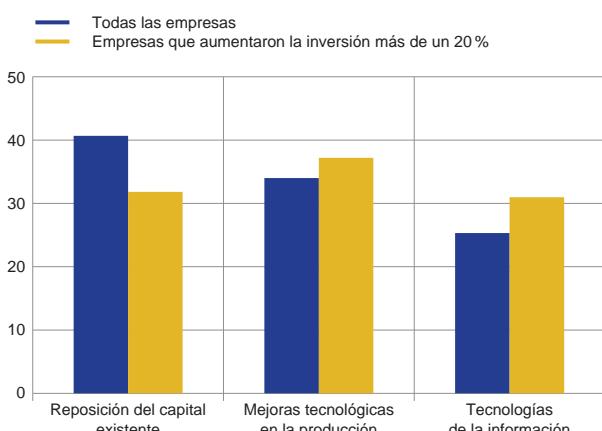
Con diferencia, el mayor porcentaje de los presupuestos de inversión se destinó a gastos de capital y una proporción muy inferior se dedicó a investigación y desarrollo (I+D), o bien a inversión en activos intangibles (véase cuadro B). En relación con el desglose del gasto en inversión, el 71% de las empresas encuestadas indicaron que dedicaron más del 60% de sus presupuestos de inversión a gastos de capital, mientras que solo un 7% de ellas invirtieron principalmente en I+D o en activos intangibles. En general, las empresas con fuerte inversión en I+D estaban desarrollando nuevas tecnologías para mejorar su capacidad de producción, reaccionar a los exigentes marcos medioambientales o regulatorios o proteger sus derechos de propiedad industrial.

En relación con los gastos de capital, la inversión se centró generalmente en la reposición del capital, más que en mejoras tecnológicas (véase gráfico C). El gráfico C muestra que, según los

Gráfico C

Desglose de los gastos de capital por tipo de inversión

(porcentaje medio del gasto de las empresas encuestadas)

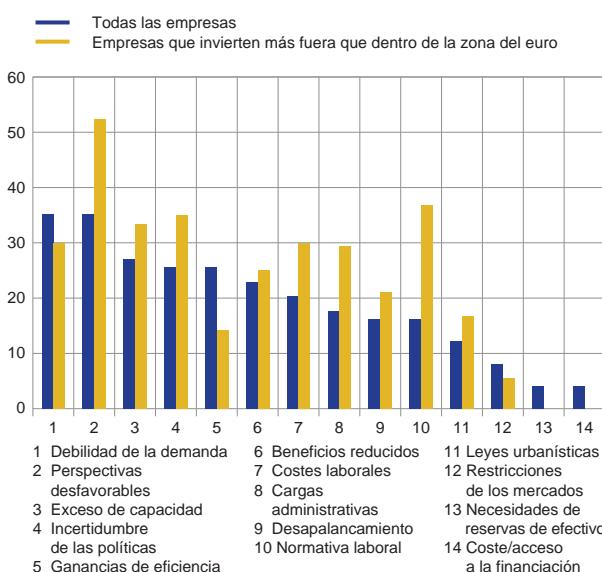


Fuentes: Encuesta sobre inversión y cálculos del BCE.

Gráfico D

Limitaciones a la inversión en la zona del euro

(porcentaje de empresas encuestadas)



la regulación del mercado de trabajo, los costes laborales y los trámites administrativos, así como las débiles perspectivas de crecimiento y la incertidumbre de las políticas.

encuestados, en torno al 41 % del total de gastos de capital se dedicó a reponer stocks de capital existentes más que a invertir en tecnologías nuevas o avanzadas. Entre las empresas con un elevado nivel de inversión (véanse las barras amarillas del gráfico C, que reflejan las empresas cuya inversión se incrementó en al menos un 20 % en términos interanuales en 2015), la proporción de los gastos de capital dedicados a «mejoras tecnológicas» y equipos de TI fue, en general, algo superior. Sin embargo, en muchos casos, el aumento del gasto en mejoras tecnológicas reflejó la búsqueda de reducción de costes y de mayor crecimiento de la productividad, más que la mejora en el desarrollo de productos o la personalización de la producción.

Los encuestados consideraron en raras ocasiones que las restricciones financieras asociadas a los costes de financiación o al acceso a esta misma

constituían limitaciones importantes (véase gráfico D)².

En conjunto, entre las principales limitaciones a la inversión en la zona del euro en el momento presente, se citaron sistemáticamente factores de demanda, en términos de debilidad de la demanda actual y débiles perspectivas de crecimiento. La incertidumbre en torno a las políticas estructurales y fiscales en algunos países de la zona del euro se señaló también como un freno significativo a la inversión. Los encuestados mencionaron asimismo las rigideces estructurales y las restricciones regulatorias, incluidos los elevados costes laborales, la normativa en materia de empleo, los trámites administrativos, las leyes urbanísticas³ y las rigideces de los mercados de productos entre los factores que limitan la inversión en la zona del euro en el momento actual. En cuanto a las limitaciones más fuertes, las empresas que invierten más fuera que dentro de la zona del euro citaron con frecuencia

² Mientras que las empresas más pequeñas han citado durante mucho tiempo las mayores dificultades para acceder a la financiación como una limitación a la inversión, la última encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, en sus siglas en inglés) sugiere que estas restricciones se han atenuado notablemente a lo largo de 2015. Véase la encuesta titulada *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area — April to September of 2015*, BCE, Frankfurt am Main, diciembre de 2015, disponible en <http://www.ecb.europa.eu>.

³ En general, se refiere a normativa urbanística que limita el número, el tamaño o el alcance de las empresas que operan en un área específica.

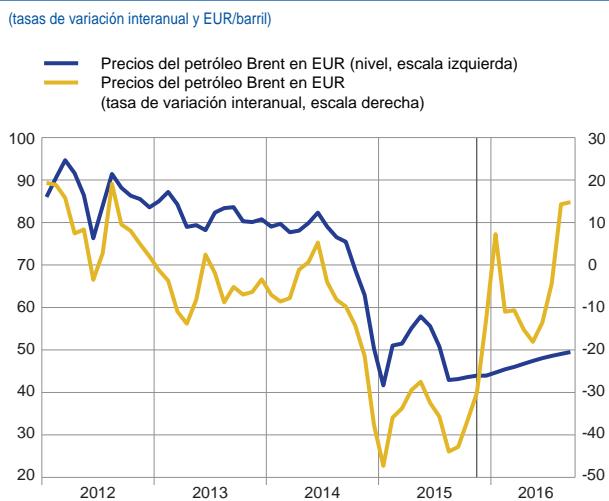
En cuanto a los cambios necesarios en las políticas para fomentar un aumento de la inversión en la zona del euro, los encuestados citaron principalmente las reformas centradas en los mercados de trabajo y de productos nacionales y una mayor armonización fiscal. Los participantes en la encuesta indicaron que las políticas destinadas a incrementar la flexibilidad del empleo y a reducir los riesgos (y los costes) asociados a la contratación indefinida son cada vez más necesarias en un entorno de volatilidad más acusada de la demanda. Tres de las ocho recomendaciones señaladas más habitualmente se referían a las reformas del mercado de trabajo, en términos de aumento de la flexibilidad del empleo, reducción de los costes laborales y mayor énfasis en la adquisición de habilidades adicionales. Los encuestados destacaron los elevados costes laborales como factores que afectaban negativamente a la competitividad de la zona del euro y varios de ellos se mostraron a favor de cambios que redujeran, o bien las cargas sociales, o bien los costes de despido, con el fin de ayudar a restablecer la competitividad de la zona del euro y, por ende, fomentar una mayor inversión. Las reformas de los mercados de productos destinadas a incrementar la competencia en la UE y permitir a las empresas beneficiarse de las crecientes economías de escala y de alcance, aumentando así los rendimientos potenciales de la inversión, también se mencionaron con frecuencia. Varios encuestados subrayaron la necesidad de asegurar que los competidores de fuera de la UE estén sujetos a las mismas normas que las empresas de la UE y así evitar que los proveedores y los productores de la UE se encuentren en desventaja. La simplificación de los sistemas fiscales y la armonización de las normativas tributarias también se postularon como un medio para ayudar a las empresas productivas a crecer más rápido para poder beneficiarse de los mercados recientemente ampliados, lo que daría un impulso adicional a la inversión.

Recuadro 3

El papel de los efectos de comparación en la senda prevista para la inflación medida por el IAPC

A corto plazo, los efectos de comparación tendrán un impacto considerable en la senda prevista para la inflación general medida por el IAPC. Las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosystema implican un aumento significativo de la inflación medida por el IAPC a finales de este año y principios del siguiente, seguido de una moderación transitoria hasta mediados de 2016¹. Este perfil refleja esencialmente el impacto de los efectos de comparación sobre la tasa de variación interanual de los precios de la energía, el componente más variable de la inflación medida por el IAPC.

Gráfico A
Precios del petróleo: precios reales y precios de los futuros
(tasas de variación interanual y EUR/barril)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.
Nota: La línea vertical separa los datos reales de los futuros y corresponde al 12 de noviembre de 2015, fecha de cierre de recepción de datos para los supuestos en los que se basan las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosystema.

Los precios del petróleo han registrado fuertes fluctuaciones desde mediados de 2014 que se reflejarán en la tasa de variación interanual suponiendo que los precios del petróleo se mantengan en una senda estable en los próximos meses. Los precios del petróleo experimentaron una caída entre mediados de 2014 y enero de 2015 y, tras un repunte transitorio entre febrero y mayo de 2015, han vuelto a seguir una trayectoria descendente desde junio de 2015 (véase gráfico A). De cara al futuro, la curva de precios de los futuros del petróleo es relativamente suave, con una pendiente moderadamente ascendente². Esto significa que, si los precios del petróleo mantienen la senda prevista a tenor de los futuros, el perfil esperado de las tasas de variación interanual de los precios de la energía reflejará, principalmente, las anteriores oscilaciones de los precios del petróleo. Así pues, el patrón de la tasa de crecimiento interanual de los precios del petróleo (y de la energía) está determinado por efectos

de comparación, es decir, variaciones intermensuales «atípicas» del índice de precios de la energía doce meses antes. Si los impuestos y los márgenes de refino y distribución no se modifican de forma significativa, la evolución del precio

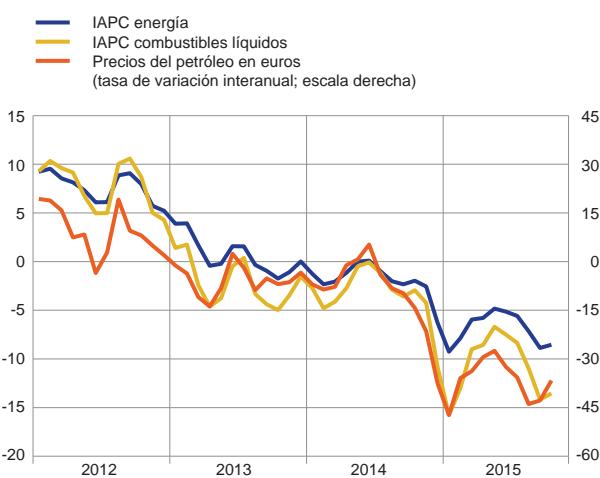
¹ Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro de diciembre de 2015», publicado en el sitio web del BCE el 3 de diciembre de 2015.

² Los precios de los futuros del petróleo en dólares estadounidenses se convierten en euros partiendo del supuesto de que el nivel medio del tipo de cambio dólar/euro en las dos semanas que finalizaron el 12 de noviembre de 2015 (es decir, la fecha de cierre de recepción de datos para las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosystema) no varía.

Gráfico B

Precios del petróleo y tasa de variación de los precios de la energía

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

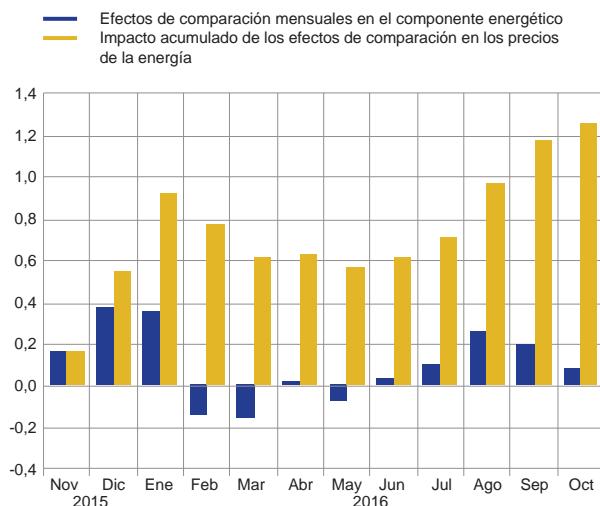


Fuentes: Bloomberg, Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico C

Efectos de comparación derivados de los precios de la energía

(contribuciones en puntos porcentuales a la variación de la inflación general medida por el IAPC)



Fuente: Cálculos del BCE.

hasta octubre de 2016. La estimación de este impacto es algo menor si se supone que los precios del petróleo no muestran tendencia alguna (es decir, del orden de 0,9 puntos porcentuales en los próximos doce meses)⁴.

³ Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Base effects from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014. La tendencia se cifra en unos 0,3 puntos porcentuales.

⁴ Como sería el caso cuando se examina la curva, normalmente más bien plana, de los precios de los futuros del petróleo.

del crudo expresado en euros se traduce casi por completo en una evolución parecida de los precios de consumo de los combustibles (que representan la proporción más importante de los precios de consumo de la energía) y se traslada, por consiguiente, a los precios de la energía en su conjunto (véase gráfico B).

La cuantificación de los efectos de comparación lleva implícita cierto grado de incertidumbre.

No existe un procedimiento único para cuantificar el impacto de una variación intermensual «atípica» de los precios registrada doce meses antes sobre la variación interanual de la tasa de inflación. En análisis anteriores presentados en el Boletín del BCE, este impacto se ha calculado para cada mes restando la variación intermensual real de un efecto estacional estimado y una «tendencia», a saber, la tasa media de variación intermensual observada desde mediados de los años noventa³. En el caso de la tasa de variación de los precios de la energía, en el que la serie no muestra efectos estacionales estables, el análisis se reduce a una simple comparación con la tendencia (que refleja el impacto de la subida a largo plazo de los precios del petróleo). Las fluctuaciones observadas en los precios del petróleo desde el otoño de 2014 se traducen en acusados efectos de comparación positivos a finales 2015 y principios de 2016, seguidos de una alternancia de efectos de comparación negativos y positivos que configurarán el perfil esperado de crecimiento de los precios de la energía y, por ende, la inflación medida por el IAPC en los próximos doce meses (véase gráfico C), suponiendo que los precios del crudo sigan la senda prevista a tenor de los futuros. El impacto acumulado de los efectos de comparación derivados de la variación de los precios de la energía sobre la inflación general medida por el IAPC se cifra, aproximadamente, en 1,3 puntos porcentuales desde noviembre de 2015

En general, el patrón de la inflación general medida por el IAPC previsto para los próximos doce meses viene determinado, en gran medida, por efectos de comparación derivados del componente energético. Estos efectos de comparación implican un fuerte aumento de la inflación hasta enero de 2016 y un ligero descenso transitorio en el primer semestre de 2016, suponiendo que los precios del petróleo realmente se mantengan en la senda prevista a tenor de los futuros.

Recuadro 4

La rigidez a la baja de los salarios y el papel de las reformas estructurales en la zona del euro

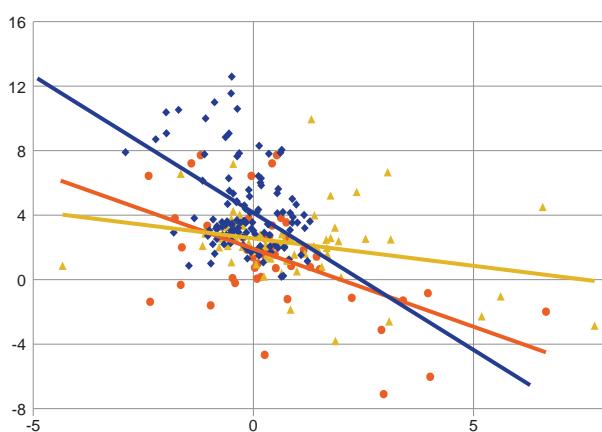
Gráfico A

Variaciones de la remuneración por asalariado y de la tasa de desempleo en los países de la zona del euro

Eje de abscisas: variaciones interanuales de la tasa de desempleo en puntos porcentuales

Eje de ordenadas: tasas de variación interanual de la remuneración por asalariado

- ◆ Período anterior a la crisis (2005-2007)
- ▲ Fase de la Gran Recesión (2008-2010)
- Fase de la segunda recesión (a partir de 2011)
- Período anterior a la crisis (2005-2007)
- Fase de la Gran Recesión (2008-2010)
- Fase de la segunda recesión (a partir de 2011)



Fuente: *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets*, gráfico 50 (actualizado), Occasional Paper Series, n.º 159, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2015.

En este recuadro se analiza el papel desempeñado por las reformas estructurales y las instituciones del mercado de trabajo en el ajuste de los salarios en la zona del euro, centrándose la atención en la rigidez a la baja de estos últimos. Además de la posibilidad de que la productividad de los trabajadores pueda resentirse como consecuencia de reducciones salariales, tal como sostiene la teoría de los salarios de eficiencia, la rigidez a la baja de los salarios tiene otras consecuencias macroeconómicas importantes. La evidencia empírica parece respaldar la opinión de que el ajuste del factor trabajo es más lento cuando los salarios son rígidos y que las reformas estructurales pueden facilitar el proceso de ajuste.

La reacción de los salarios a la tasa de desempleo en la zona del euro parece variar significativamente de unos períodos a otros. El gráfico A muestra que, en el período de fuerte crecimiento del PIB anterior a la crisis, los salarios reaccionaron de forma relativamente intensa a las variaciones de la tasa de desempleo. Sin embargo, en la primera fase de la crisis, es decir, durante la «Gran Recesión», esta

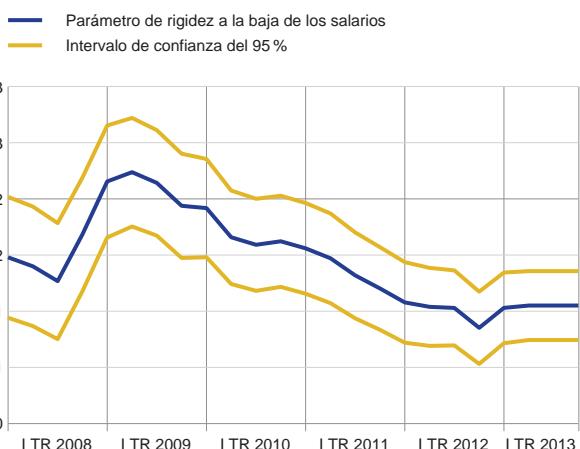
relación se debilitó de forma sustancial, posiblemente exhibiendo rigideces salariales a la baja. La reacción de los salarios al desempleo se intensificó de nuevo en la segunda fase de la crisis (caracterizada por la recesión que se inició hacia finales de 2011), pero siguió siendo notablemente más moderada que en el período que precedió a la crisis.

Las diferentes reacciones de los salarios al desempleo en las distintas fases del ciclo económico parecen explicarse, en parte, por las rigideces a la baja de los salarios que caracterizan a diversos países de la zona del euro. La evidencia de rigidez salarial a nivel microeconómico es relativamente sólida y respalda la conclusión de que recortar los salarios es una tarea

Gráfico B

Trayectoria temporal del parámetro de rigidez a la baja de los salarios en la zona del euro

(regresiones móviles; puntos porcentuales)



Fuente: Anderton y Bonthuis (2015).

Notas: El parámetro indica la medida en que la respuesta del crecimiento de los salarios nominales a variaciones del desempleo se ve atenuada durante las fases de desaceleración económica (basándose en regresiones de panel agrupando los datos de los distintos países de la zona del euro). Cuanto más positivo sea el parámetro, más débil será la respuesta de los salarios al desempleo durante las recesiones. La trayectoria temporal del parámetro se obtiene mediante regresiones móviles.

difícil¹. Esto también se confirma en los resultados de la tercera ronda de la encuesta realizada a nivel de empresas por la red Wage Dynamics Network, divulgados recientemente. A nivel macroeconómico, Heinz y Rusinova (2011)² muestran que los salarios parecen reaccionar con menos intensidad al desempleo si existe una brecha de desempleo positiva, como corrobora un estudio reciente de Anderton y Bonthuis (2015)³, que muestra una menor capacidad de respuesta a la baja de los salarios al desempleo en las fases de desaceleración económica. El gráfico B muestra la trayectoria temporal del parámetro de rigidez salarial estimado por Anderton y Bonthuis (2015), que también parece coherente con la información que se presenta en el gráfico A, dado que ambos señalan la existencia de rigidez a la baja de los salarios que se fue debilitando cuando la crisis se prolongó.

Las instituciones del mercado de trabajo parecen desempeñar un papel importante en el ajuste de los salarios.

El cuadro presenta un resumen de las características de la negociación salarial en los mercados laborales de la zona del euro y confirma la existencia de una heterogeneidad sustancial en las citadas instituciones en los países de la zona. Algunos, como los países bálticos, suelen definirse como «flexibles», dadas la descentralización de su proceso de negociación salarial y una densidad sindical relativamente baja. Sin embargo, muchos otros países de la zona del euro se caracterizan por una fuerte presencia sindical (por ejemplo, Bélgica, Malta y Finlandia) y un alto grado de coordinación de los procesos de negociación salarial (Bélgica, Alemania, Países Bajos, Austria y Finlandia), así como por la fijación de un salario mínimo (Grecia, España, Francia, Letonia, Portugal y Eslovaquia). Todo ello, sumado a unos sistemas de indexación para toda la economía y a una estricta legislación de protección del empleo (véase gráfico C), puede dar lugar a rigideces a la baja de los salarios.

¹ Véase, por ejemplo, J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Rööm, «Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms», *Scandinavian Journal of Economics*, Wiley Blackwell, vol. 112(4), pp. 884-910, diciembre de 2010. Véase también T. Boeri y J. F. Jimeno, «Unemployment in Europe: What does it take to bring it down?», mayo de 2015 (disponible en <http://economiainfo.com/wp-content/uploads/2015/05/Boeri.pdf>). La evidencia disponible sugiere que el porcentaje de congelaciones salariales parece ser un límite inferior a la estimación del grado de flexibilidad salarial. Por ejemplo, en el Boletín Económico del Banco de España de diciembre de 2014 se indica que, en 2008, el 5 % de los salarios en España fueron congelaciones, pero que para 2013, casi una tercera parte de los salarios del sector privado se congelaron.

² F. F. Heinz y D. Rusinova, «How flexible are real wages in EU countries? A panel investigation», *Working Paper Series*, n.º 1360, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2011.

³ R. Anderton y B. Bonthuis, «Downward Wage Rigidities in the Euro Area», *GEP Research Paper Series*, n.º 15/09, Universidad de Nottingham, julio de 2015.

Cuadro

Características de la negociación salarial en los países de la zona del euro en 2014 y evolución desde 2007

País	Densidad sindical	Coordinación de la negociación salarial	Ámbito o ámbitos predominantes en los que se desarrolla la negociación	Fijación de un salario mínimo
Bélgica	55* ↗	5 ↔	5 ↔	3 ↔
Alemania	18* ↓	4 ↔	3 ↔	1 ↔
Estonia	7** ↓	1 ↓	1 ↔	3 ↔
Irlanda	34* ↗	1 ↓	1 ↓	6* ↔
Grecia	22* ↓	2 ↓	2 ↓	8 ↗
España	17* ↗	3 ↓	3 ↔	8 ↗
Francia	8* ↗	2 ↔	3 ↔	8 ↔
Italia	37* ↗	3 ↔	3 ↔	1 ↔
Chipre	45* ↓	2 ↔	2 ↔	7 ↔
Letonia	13** ↓	1 ↔	1 ↔	8 ↗
Lituania	9** ↓	1 ↔	1 ↔	5 ↔
Luxemburgo	33** ↓	2 ↔	2 ↔	7 ↔
Malta	53** ↓	2 ↔	1 ↔	7 ↔
Países Bajos	18* ↓	4 ↔	3 ↔	7 ↔
Austria	27* ↓	4 ↔	3 ↔	2 ↗
Portugal	19** ↓	2 ↔	3 ↔	8* ↔
Eslovenia	21* ↓	3 ↓	3 ↓	7 ↔
Eslovaquia	13* ↓	3 ↗	2 ↔	8 ↗
Finlandia	69* ↓	5 ↗	4 ↗	2 ↓

Fuentes: Jelle Visser, ICTWSS: base de datos sobre características institucionales de los sindicatos, fijación de salarios, intervención del Estado y pactos sociales en 51 países entre 1960 y 2014, versión 5.0, Amsterdam Institute for Advanced Labour Studies (AIAS), octubre de 2015, y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a 2014 salvo indicación en contrario (los datos marcados con un asterisco (*) se refieren a 2013 y los marcados con dos asteriscos (**) a 2012). Para más información, véanse los detalles de la codificación en <http://www.uvaaias.net/208>. Las flechas muestran la dirección de los cambios en comparación con 2007. La densidad sindical es la afiliación neta a sindicatos en proporción de los asalariados. La coordinación de la negociación salarial oscila entre 5 (=negociación centralizada) y 1 (=negociación fragmentada, principalmente a nivel de empresa). El ámbito o ámbitos predominantes en los que se desarrolla la negociación oscila entre 5 (=negociación centralizada o a nivel intersectorial) y 1 (=negociación a nivel local o de empresa). La fijación de un salario mínimo oscila entre 0 (=inexistencia de salario mínimo fijado por ley, o de convenios sectoriales o nacionales) y 8 (=salario mínimo fijado por el Gobierno sin una norma fija)

Los países de la zona del euro, especialmente los más afectados por la crisis, pusieron en marcha programas globales de reformas estructurales. Esto se vio confirmado en los cambios en la legislación de protección del empleo (véase gráfico C), en virtud de los cuales los países sometidos a tensiones, principalmente,

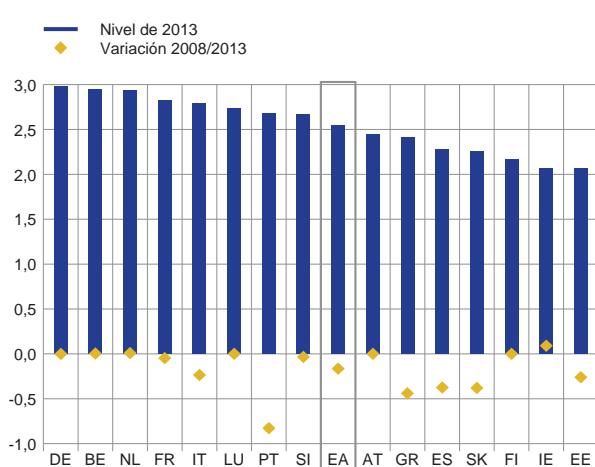
implementaron reformas del mercado de trabajo.

Entre esas reformas cabe señalar la descentralización de la negociación salarial colectiva potenciando la negociación a nivel de empresa, la menor incidencia de los sistemas de indexación automática de los salarios, un menor número de convenios colectivos, una mayor flexibilidad de la jornada laboral y una reducción de los costes de despido y de contratación (véase también el recuadro 2 del artículo 1).

Las reformas del mercado de trabajo pueden intensificar la capacidad de reacción de los salarios a la holgura de la economía. Anderton y Bonthuis (2015), por ejemplo, concluyen que, cuando la legislación de protección del empleo es estricta y existe una fuerte cobertura sindical, la capacidad de reacción de los salarios al desempleo puede ser menor. Por consiguiente, las reducciones registradas en estos indicadores durante la crisis también pueden explicar, en parte, la menor rigidez

Gráfico C

Legislación de protección del empleo



Fuente: OCDE.

Notas: Los países se ordenan de conformidad con su clasificación en 2013. Los datos se basan en indicadores sintéticos que miden la rigidez con que están regulados los mercados de trabajo (por ejemplo, plazos de preaviso, indemnizaciones por despido y uso de contratos temporales). Aunque el indicador no recoge todos los factores que pueden afectar a la regulación, sí proporciona un indicio razonable de las rigideces, que puede compararse entre los distintos países. Cuanto más elevado sea el valor, más estricta es la regulación. La media de la zona del euro la integran los países que son miembros de la OCDE y para los que se dispone de datos.

a la baja de los salarios que se observa en los gráficos A y B⁴. Por ejemplo, Font *et al.* (2015)⁵ explican que la capacidad de reacción de los salarios reales al desempleo en España parece haber aumentado tras las reformas del mercado de trabajo aplicadas en 2012-2013. También concluyen que la prociclicidad de los salarios es menor para los individuos que llevan mucho tiempo empleados, para los que tienen contrato indefinido y para los trabajadores de más edad, que están mejor protegidos frente a ajustes salariales en períodos de desaceleración económica. Además, Martin y Scarpetta (2012)⁶ presentan evidencia de que la normativa del mercado de trabajo afecta a otros canales de propagación, como la reasignación del factor trabajo e incluso la productividad (véase también recuadro 5), que pueden incidir indirectamente en la evolución de los salarios.

Obtener evidencia empírica sólida sobre los efectos de algunos tipos de reforma es una empresa difícil, especialmente cuando se examina la evolución de los datos salariales agregados. Las dificultades surgen, por ejemplo, a la hora de desligar el impacto de las reformas en los salarios del derivado de los cambios en la composición del empleo y la consolidación fiscal. Por consiguiente, es necesario realizar más análisis para entender plenamente los factores subyacentes que determinaron el ajuste de los salarios en la zona del euro durante la crisis⁷.

Para aumentar la capacidad de resistencia de la economía frente a las perturbaciones, los salarios han de reflejar de forma apropiada las condiciones del mercado de trabajo y la evolución de la productividad, lo que subraya la importancia de acometer reformas encaminadas a lograr una mayor flexibilidad salarial y diferenciación entre trabajadores, empresas y sectores. Además de los factores antes mencionados, la mejora de la eficiencia de las políticas activas del mercado de trabajo, así como una mayor movilidad de los trabajadores dentro y entre los países de la zona del euro, también contribuirá a reducir los desajustes entre la oferta y la demanda de cualificaciones y el desempleo estructural, incrementando, por ende, la capacidad de reacción de los salarios al desempleo.

⁴ Los gráficos A y B muestran un claro descenso en el grado de rigidez a la baja de los salarios a medida que la crisis se prolongó. Ello podría deberse, en parte, a la oleada de reformas del mercado laboral emprendidas en muchos países de la zona del euro durante la crisis (en ocasiones, asociadas a una legislación menos estricta en materia de protección del empleo, etc.), que podrían haber intensificado las presiones a la baja sobre los salarios. No obstante, también pueden haber influido otros factores, como la consolidación fiscal.

⁵ P. Font, M. Izquierdo y S. Puente, «Real wage responsiveness to unemployment in Spain: asymmetries along the business cycle», *IZA Journal of European Labor Studies*, Springer, 4:13, junio de 2015.

⁶ J. P. Martin y S. Scarpetta, «Setting it Right: Employment Protection, Labour Reallocation and Productivity», *De Economist*, Springer, vol. 160(2), pp. 89-116, junio de 2012.

⁷ Para un análisis más detallado de los canales a través de los cuales las reformas de los mercados de trabajo y de productos afectan a la economía, véase el artículo titulado «Avances y posibles efectos de las reformas estructurales en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 2, BCE, Fráncfort del Meno, marzo de 2015.

Recuadro 5

Salarios, productividad y competitividad: un análisis granular

Los datos a nivel de empresa, que están disponibles desde hace solo unos años, sugieren que una simple comparación de la evolución media de los salarios y de la productividad puede no ser suficiente para realizar un análisis apropiado de la competitividad de los países¹. Ciertamente, los datos granulares disponibles han puesto de manifiesto la existencia de un grado elevado de heterogeneidad entre las empresas en términos de productividad del trabajo, no solo en los distintos sectores, sino también entre empresas de un mismo sector. Esto significa que, aunque el crecimiento medio anual de los salarios en un país esté alineado con la evolución de la productividad media, puede haber un número considerable de empresas con un crecimiento más reducido de la productividad que sufrirán pérdidas de competitividad. Por lo tanto, es importante analizar si el crecimiento de los salarios refleja la dinámica de la productividad en cada empresa.

Mediante la utilización de datos microagregados, en este recuadro se muestra, en primer lugar, que durante el período anterior a la crisis se produjo un desajuste considerable entre el crecimiento de los salarios y el de la productividad a nivel de empresa en algunas economías de la zona del euro que intensificaron sus pérdidas de competitividad y, en segundo lugar, que la magnitud de este desajuste estuvo relacionada con ciertos aspectos del diseño de las instituciones del mercado de trabajo que influyen en la formación de salarios.

La evolución de los salarios y la de la productividad muestran desajustes en sectores definidos a un elevado nivel de desagregación. El gráfico A muestra la correlación entre el crecimiento medio anual de la productividad y el de los costes laborales por asalariado en los sectores de manufacturas de Alemania, España, Francia e Italia durante el período anterior a la crisis comprendido entre 2001 y 2007². El gráfico B proporciona la misma información para las ramas de servicios³. Durante los años previos a la crisis, el crecimiento de los salarios en España y en Italia fue superior al de la productividad en casi todos los sectores de manufacturas y de

¹ En este recuadro, la competitividad se entiende en su sentido estricto, es decir, como el coste laboral unitario o el coste nominal del trabajo por unidad de producto.

² Los datos utilizados en este recuadro se han obtenido de la Red de investigación sobre competitividad (CompNet), creada por el Sistema Europeo de Bancos Centrales en 2012 con el objetivo de analizar la evolución de la competitividad desde una perspectiva amplia y multidimensional. Uno de los principales resultados del trabajo de la Red es la elaboración de un conjunto de datos microagregados con varios indicadores relacionados con la competitividad para un amplio grupo de Estados miembros/sectores de la UE y número de años. Para más información, véase P. López-García y F. di Mauro, «Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database», *Working Paper Series*, n.º 1764, BCE, Frankfurt am Main, marzo de 2015.

³ Los datos se refieren a sectores definidos a nivel de dos dígitos con arreglo al sistema de clasificación de las actividades económicas de la NACE Rev.2, que corresponde a unas 20 industrias manufactureras y a unas 30 del sector de servicios.

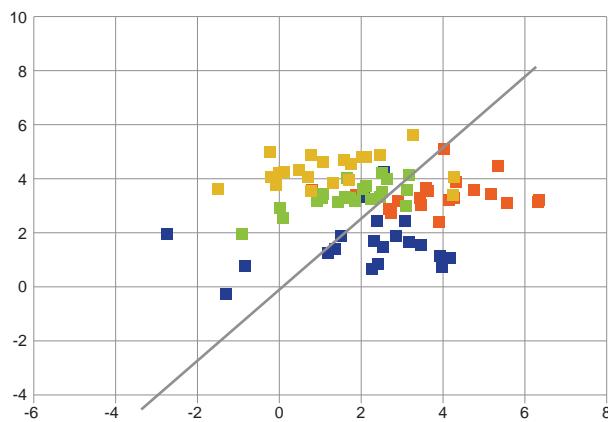
Gráfico A

Crecimiento de la productividad y de los salarios en sectores de manufacturas desagregados a nivel de dos dígitos de Alemania, España, Francia e Italia; 2001-2007

(tasa media de variación interanual)

Eje de abscisas: crecimiento anual de la productividad
Eje de ordenadas: crecimiento anual de los salarios

Alemania
España
Francia
Italia



Fuentes: Datos de CompNet y cálculos del autor.

Notas: La tasa de crecimiento de los salarios a escala sectorial se calcula como el crecimiento medio ponderado del coste laboral por asalariado de todas las empresas con un mínimo de 20 empleados que operan en el sector correspondiente. El mismo procedimiento se utiliza para calcular el crecimiento de la productividad sectorial. Los sectores situados encima de la línea de 45 grados son aquellos en los que el crecimiento de los salarios es superior al de la productividad.

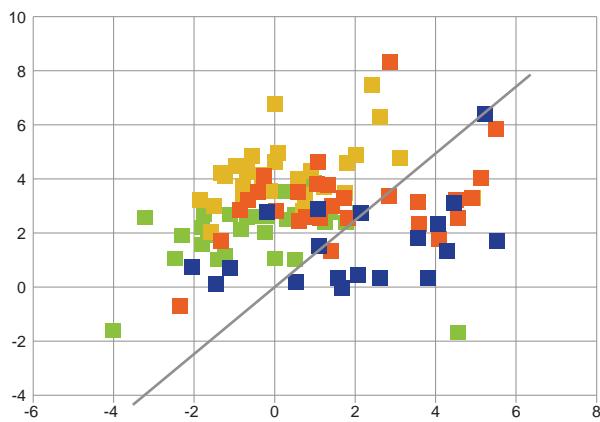
Gráfico B

Crecimiento de la productividad y de los salarios en sectores de servicios desagregados a nivel de dos dígitos de Alemania, España, Francia e Italia; 2001-2007

(tasa media de variación interanual)

Eje de abscisas: crecimiento anual de la productividad
Eje de ordenadas: crecimiento anual de los salarios

Alemania
España
Francia
Italia



Fuentes: Datos de CompNet y cálculos del autor.

Notas: La tasa de crecimiento de los salarios a escala sectorial se calcula como el crecimiento medio ponderado del coste laboral por asalariado de todas las empresas con un mínimo de 20 empleados que operan en el sector correspondiente. El mismo procedimiento se utiliza para calcular el crecimiento de la productividad sectorial. Los sectores situados por encima de la línea de 45 grados son aquellos en los que el crecimiento de los salarios es superior al de la productividad.

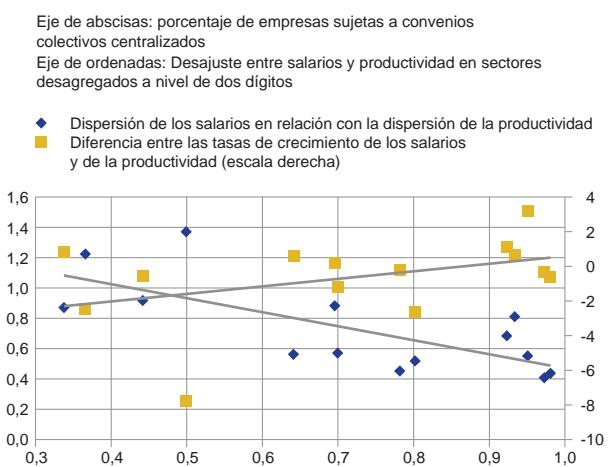
servicios (en los gráficos se muestran por encima de la línea de 45 grados), lo que es acorde con la persistente pérdida de competitividad observada en ambos países. En Francia y, en menor medida, en Alemania, la imagen cambia sustancialmente dependiendo del sector considerado. En las ramas manufactureras, el crecimiento de los salarios fue, en general, acorde con el avance de la productividad o incluso inferior, mientras que no fue ese el caso de un número elevado de empresas del sector servicios, especialmente en Francia.

Dado que las empresas son muy heterogéneas incluso dentro de un mismo sector, la evolución de los salarios debería ser distinta en las empresas que operan en el mismo sector en la medida en que existan diferencias de productividad.

Como sugieren los gráficos A y B, la relación entre el crecimiento de la productividad y el de los salarios varía considerablemente de unos sectores a otros, algo que a menudo enmascaran los datos agregados. Por lo tanto, es preferible utilizar la evolución sectorial para analizar el grado de ajuste entre salarios y productividad en los distintos países en lugar de usar medias de países. Con todo, a efectos de la competitividad, lo realmente importante es que el crecimiento de los salarios y el de la productividad estén alineados a nivel de las empresas individuales. Es posible que la evidencia obtenida a escala de sectores sea demasiado agregada para valorar este aspecto, habida cuenta del alto grado de heterogeneidad documentado entre empresas, incluso en sectores definidos a un elevado nivel

de desagregación. Para dar una idea de la magnitud de esta heterogeneidad, según datos de CompNet, las empresas que se encuentran en el 10% superior de la distribución de productividad de un sector manufacturero desagregado a nivel de dos dígitos son tres o cuatro veces más productivas que las situadas en el 10% inferior. Esta dispersión es aún mayor en los servicios, sector en el que algunos países registran una ratio de productividad cinco veces mayor. Considerando este alto grado de heterogeneidad, cabe esperar que haya diferencias en la evolución de la productividad y, por consiguiente, una dinámica salarial distinta en las empresas pertenecientes a un mismo sector. No obstante, se dispone de evidencia de que se producen desajustes debido a la existencia de rigideces en el mercado laboral que son resultado del diseño de las instituciones del mercado de trabajo (véase también el recuadro 4).

Gráfico C Desajuste entre salarios y productividad, y convenios colectivos centralizados en sectores amplios; 2005-2007



Fuentes: Datos de CompNet, encuesta a las empresas realizada por la *Wage Dynamics Network* en 2007 y cálculos del autor.
 Notas: La dispersión se calcula como la diferencia entre los deciles 80 y 20 de la distribución de la variable en un sector determinado. Los datos han sido facilitados por CompNet y se refieren a empresas con al menos un empleado en cuatro países de la zona del euro para los que fue posible cruzarlos con los de la *Wage Dynamics Network*; en concreto, España, Italia, Austria y Portugal. Los dos indicadores de desajuste se refieren al período 2005-2007. El porcentaje de empresas con convenios colectivos centralizados corresponde a 2007.

Las instituciones del mercado de trabajo podrían evitar el ajuste entre el crecimiento de los salarios y el de la productividad a nivel de empresa. Un ejemplo de estas instituciones son los convenios colectivos firmados en el ámbito sectorial, regional o nacional. En esos convenios, los aumentos salariales se fijan en función del crecimiento medio de la productividad en la región o en el sector en cuestión en el mejor de los casos, o incluso en función del crecimiento de la productividad de las empresas más grandes (y generalmente más productivas). Las empresas con menor crecimiento de la productividad deben respetar esos convenios, que suelen fijar el incremento salarial mínimo. En consecuencia, estas empresas sufrirán pérdidas de competitividad-coste. Si no se aplican medidas compensatorias para mejorar la competitividad-precio y la competitividad-no precio, esto puede hacer que esas empresas tengan que reducir su plantilla para reajustar la productividad laboral y los salarios. El gráfico C muestra la correlación entre dos indicadores del desajuste de los salarios y la productividad en un país y un

sector determinados, y el porcentaje de empresas sujetas a convenios colectivos centralizados (de ámbito nacional, sectorial o regional) en el país y sector correspondientes. El desajuste se calcula, en primer lugar, como la ratio de dispersión de los salarios en relación con la dispersión de la productividad en el sector y, en segundo lugar, como la diferencia entre la mediana de la tasa de crecimiento de los salarios y la mediana de la tasa de crecimiento de la productividad. Ambos indicadores se refieren a empresas que operan en sectores de manufacturas y de servicios⁴. Cuanto más baja es la ratio, mayor es el desajuste

⁴ En ambos casos, el desajuste se mide por sectores desagregados a nivel de dos dígitos y a continuación se agrega a sectores más amplios (industria manufacturera, construcción, comercio al por mayor y al por menor, y otros servicios) utilizando ponderaciones del valor añadido para poder fusionar los datos con los de la Red sobre dinámica salarial (*Wage Dynamics Network*).

—porque ello significaría que los salarios son similares, pese a las considerables diferencias observadas entre las empresas en términos de productividad— y mayor la diferencia entre las tasas de crecimiento de los salarios y de la productividad. Con independencia del indicador del desajuste utilizado, el gráfico C transmite el mismo mensaje: en países o sectores en los que las empresas no fijan los salarios, el desajuste entre el crecimiento de los salarios y el de la productividad es mayor, y también lo será la pérdida de competitividad-coste.

En síntesis, habida cuenta del elevado grado de heterogeneidad observado en los resultados de las empresas de sectores definidos a un elevado nivel de desagregación, lo realmente importante para la competitividad-coste no es el ajuste del crecimiento medio de los salarios y de la productividad, sino la coherencia entre ambos a nivel de empresa. No obstante, esta coherencia puede verse obstaculizada por la manera en que están diseñadas algunas instituciones del mercado de trabajo que no tienen suficientemente en cuenta las particularidades de cada empresa.

Recuadro 6

La creación de consejos de competitividad en el contexto de los esfuerzos encaminados a lograr una auténtica unión económica

El 21 de octubre de 2015, la Comisión Europea adoptó una Comunicación sobre el fortalecimiento del marco de gobernanza de la UE¹ para realizar un seguimiento de las propuestas a corto plazo que figuraban en el Informe de los cinco presidentes². Este recuadro se centra en las propuestas relacionadas específicamente con el fortalecimiento de la unión económica. La unión económica trata de garantizar que, mediante la aplicación de las medidas estructurales necesarias, las políticas económicas nacionales se orienten a reforzar la capacidad de resistencia de las economías nacionales y a contribuir al correcto funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en su conjunto³. En su Comunicación, la Comisión anunció mejoras en la aplicación del proceso de coordinación de las políticas económicas en el contexto del Semestre Europeo y formuló una propuesta de Recomendación del Consejo para la creación de consejos nacionales de competitividad en todos los países de la zona del euro⁴.

La Comisión tiene el propósito de dotar de mayor transparencia al proceso de aplicación del Semestre Europeo y de reforzar la «dimensión de la zona del euro» de este proceso, con el fin de promover políticas que garanticen el correcto funcionamiento de la UEM. Al parecer, en la práctica esto se reflejará principalmente en la atribución de un mayor peso a la Recomendación sobre la zona del euro que formulará el Consejo a modo de orientación, junto con el Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento, para las recomendaciones específicas por países, que se publicarán en una fase posterior del proceso. La Comisión también anunció que irá sugiriendo progresivamente valores de referencia en distintas áreas para fomentar la implantación de reformas estructurales a nivel nacional, favoreciendo la convergencia hacia estructuras económicas más resistentes. Asimismo, tratará de mejorar la aplicación del procedimiento de desequilibrio macroeconómico a través de una mayor transparencia y de un seguimiento adecuado de los desequilibrios excesivos que se identifiquen. En este sentido, la Comisión ha anunciado que publicará un compendio en el que se explicará en detalle cómo se aplica este procedimiento. Por último, se

¹ Véase la Comunicación de la Comisión Europea titulada «On Steps Towards Completing Economic and Monetary Union», 21 de octubre de 2015.

² El informe «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea» puede consultarse en http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_es.pdf.

³ En relación con la unión financiera, fiscal y política, véase el recuadro titulado «La creación del Consejo Fiscal Europeo», *Boletín Económico*, número 7/2015, BCE, 2015.

⁴ También se recomienda a los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro que establezcan organismos similares.

promoverá la introducción de reformas de carácter estructural a través de un mejor uso de los fondos estructurales de la UE y de la asistencia técnica de los servicios de la Comisión. Ya se están realizando cambios en el Semestre Europeo, empezando por la reciente publicación de la Recomendación sobre la zona del euro propuesta por la Comisión, del Informe sobre el Mecanismo de Alerta y del Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento para 2016. La propuesta de Recomendación del Consejo para la creación de consejos de competitividad deberá ser analizada por este en los próximos meses, lo que ofrece cierto margen para clarificar y reforzar la propuesta de la Comisión.

La propuesta de Recomendación del Consejo refleja la necesidad de imprimir un impulso renovado a las reformas, que en una unión monetaria son esenciales para fortalecer la resistencia de la economía y garantizar una capacidad adecuada de ajuste económico. La reciente crisis ha puesto de manifiesto que una evolución adversa de la competitividad y las rigideces de carácter estructural incrementan la vulnerabilidad de los países y limitan sus posibilidades de adaptación a perturbaciones. Sin embargo, hasta ahora, el marco de gobernanza económica de la UE no ha llevado a una aplicación suficiente de reformas estructurales a escala nacional. Por este motivo, el Informe de los cinco presidentes hacia un llamamiento a la creación de consejos de competitividad en todos los países de la zona del euro, como propone ahora la Comisión.

Los consejos nacionales de competitividad pueden ayudar a conseguir una mayor adhesión nacional a las reformas estructurales en el ámbito de la competitividad. A tal efecto, la propuesta de Recomendación del Consejo pretende aumentar la participación de expertos independientes en la formulación de las políticas nacionales y reforzar el diálogo sobre estas políticas entre la UE y los países de la zona del euro. Para que este mecanismo resulte eficaz, la Comisión propone que se garantice la independencia funcional de los consejos de competitividad y se les otorgue un mandato amplio. De conformidad con la propuesta de Recomendación del Consejo, estos organismos deberían aplicar un concepto amplio de competitividad que tenga en cuenta la dinámica de los precios y costes, así como factores distintos de los precios. Estos últimos recogen, en particular, determinantes de la productividad y consideraciones relativas a la innovación y al atractivo de la economía para las empresas de manera más general⁵. Los consejos de competitividad se encargarían de transmitir la información pertinente a las partes implicadas en los procesos de fijación de salarios a nivel nacional, aunque sin interferir en el proceso. Con respecto a su estructura organizativa, la propuesta de Recomendación del Consejo prevé que estos organismos sean independientes del Gobierno. Los consejos de competitividad deberían desarrollar su actividad de forma continuada, publicando sus análisis y recomendaciones en un informe anual. La propuesta de Recomendación también aclara que instituciones nacionales ya existentes podrían asumir las responsabilidades de un consejo de competitividad, siempre que cumplan los requisitos relativos al mandato y la estructura organizativa.

⁵ La Recomendación no establece restricciones respecto a la variedad de datos que vayan a analizarse. En función del tipo de análisis, los datos podrán cubrir la economía agregada, el ámbito sectorial o, cuando sea necesario, empresas individuales.

La propuesta de Recomendación del Consejo prevé que la Comisión coordine las actividades de los consejos de competitividad. Esta coordinación tiene por objeto contribuir a la consecución de los objetivos fijados para la zona del euro en su conjunto; al decidir las medidas que se han de adoptar en el ámbito del marco de gobernanza, la Comisión tendría en cuenta las conclusiones de la red de consejos de competitividad recogidas en su informe anual.

Ciertos aspectos podrían revisarse a fin de reforzar en mayor medida la propuesta de Recomendación del Consejo. Como sugiere la Comisión, los consejos nacionales de competitividad realmente podrían contribuir a entender mejor la evolución de la competitividad y dar nuevo impulso a la aplicación de reformas estructurales, siempre que cuenten con un mandato amplio y sean plenamente independientes. La Recomendación de la Comisión para la creación de estos consejos incluye una serie de salvaguardas importantes en lo que respecta a su independencia. Sin embargo, actualmente no exige de forma explícita que estos consejos puedan comunicar información públicamente, aparte de la publicación de un informe anual, pese a que este sería un elemento esencial de su independencia y de su compromiso con la transparencia. También deberá garantizarse la plena discrecionalidad de los consejos nacionales de competitividad para decidir con qué partes interesadas se comunican, así como en qué momento y con qué frecuencia, de modo que puedan reaccionar a los acontecimientos que se produzcan a nivel nacional y a las iniciativas propuestas por las autoridades nacionales, e influir así en los debates en sus respectivos países. La base jurídica y la experiencia adquirida en la creación de los consejos fiscales nacionales constituyen una referencia importante en este sentido.

Además, la propuesta de Recomendación del Consejo sigue siendo algo imprecisa en lo que respecta a la idea de una red de consejos nacionales de competitividad a escala de la zona del euro. Será necesario garantizar, como sugiere el Informe de los cinco presidentes, que una red de estas características permita el intercambio de buenas prácticas y pueda formular opiniones independientes sobre las medidas que vayan a adoptarse en el contexto del marco de gobernanza macroeconómica de la UE.

En general, los consejos de competitividad podrían dar nuevo impulso a la aplicación de reformas estructurales en los países de la zona del euro, aunque será esencial dotarlos de la estructura adecuada, a nivel tanto nacional como de la zona del euro. Además, la adopción de medidas más ambiciosas será clave para hacer posible una auténtica unión económica. Las propuestas de la Comisión representan un primer paso para seguir avanzando en la mejora del marco de gobernanza. Sin embargo, no se deben olvidar los aspectos a medio y largo plazo del proceso necesario para completar la UEM. Se debería emprender un nuevo proceso de convergencia hacia estructuras económicas más resistentes, acompañado de una mayor cesión de soberanía en materia de política económica y fiscal. Ello debería incluir un cambio gradual, pasando de la coordinación basada en las normas a la toma conjunta de decisiones.

Recuadro 7

La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2016

El 17 de noviembre de 2015, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2016 de los países de la zona del euro que no están sujetos a un programa de asistencia financiera¹. Los dictámenes incluyen una evaluación de la medida en que los planes presupuestarios de los Gobiernos cumplen las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y siguen las orientaciones del Consejo Europeo que figuran en las recomendaciones de política fiscal específicas para cada país formuladas en el contexto del Semestre Europeo 2015 y adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea el 14 de julio de 2015².

En opinión de la Comisión, solo cinco de los 16 proyectos de planes presupuestarios cumplen plenamente el PEC. En sus dictámenes, la Comisión considera que los planes de Alemania, Estonia, Luxemburgo, Países Bajos y Eslovaquia (todos sujetos al componente preventivo del Pacto) «cumplen» las disposiciones del PEC, aunque señala que los Países Bajos se desviaran considerablemente de su objetivo presupuestario a medio plazo (OMP) en 2015-2016 y que Eslovaquia avanzará poco en la reducción de su déficit estructural, que todavía es elevado. A juicio de la Comisión, los proyectos de presupuestos de siete países solo «cumplen en líneas generales»³ las exigencias del PEC: concretamente, los de Bélgica, Irlanda, Letonia, Malta, Eslovenia y Finlandia, que están sometidos al componente preventivo, y Francia, sujeto al procedimiento de déficit excesivo (PDE). Según la Comisión, los planes presupuestarios de cuatro países plantean «riesgo de incumplimiento» del PEC. En este grupo se encuentra España, que todavía está sujeto a un procedimiento de déficit excesivo con plazo de corrección en 2016 y, en el marco del componente preventivo del PEC, Italia, Austria y Lituania, que dejaron de estar sujetos a procedimientos de déficit excesivo en 2012 (Italia) y 2013 (Lituania y Austria). La Comisión insta a los países cuyos planes no cumplan plenamente el PEC a que adopten las medidas necesarias para asegurar que sus presupuestos cumplen sus disposiciones. También existen riesgos de

¹ Los proyectos de planes presupuestarios se presentaron para mediados de octubre de 2015, de conformidad con el Reglamento (UE) nº 473/2013 (parte de la legislación que conforma el «Two-Pack»). El proyecto de plan presupuestario de España se envió a la Comisión con antelación, el 11 de septiembre de 2015.

² Véase el recuadro titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas para cada país en el contexto del Semestre Europeo 2015», *Boletín Económico*, Número 6, BCE, septiembre de 2015.

³ Los dictámenes de la Comisión sobre los países que, a su juicio, «cumplen en líneas generales» el PEC no reflejan plenamente los distintos grados de cumplimiento. De hecho, para tres países sometidos al componente preventivo, —Bélgica, Malta y Eslovenia (que debería quedar sujeto a este componente en caso de derogación del PDE en el plazo fijado, el año 2015)—, el pronóstico de la Comisión indica que existen riesgos evidentes de incumplimiento, ya que el valor de referencia del gasto apunta a una desviación sustancial de las exigencias y el análisis del saldo estructural señala una desviación que se sitúa justo por debajo del umbral que se considera significativo.

incumplimiento del PEC en el caso de Portugal, que no presentó su proyecto de plan presupuestario en el plazo fijado, —mediados de octubre—, por carecer de nuevo Gobierno tras la celebración de elecciones generales. El Eurogrupo pidió que se estableciera un procedimiento sobre cómo abordar la presentación anticipada o con retraso de los proyectos de planes presupuestarios.

La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios volvió a poner de manifiesto la mayor complejidad y la falta de transparencia del marco de supervisión presupuestaria, que llevó a que el Eurogrupo, en su declaración del 23 de noviembre de 2015, hiciera un llamamiento explícito a la Comisión para que aumente la transparencia y la previsibilidad del procedimiento.

La complejidad se deriva de la coexistencia de varias normas. En el marco del componente preventivo del PEC, los reglamentos conocidos como «six-pack» que entraron en vigor en 2011, introdujeron, por motivos justificados, el «valor de referencia del gasto público» como un indicador adicional del esfuerzo fiscal. Este indicador se diseñó para asegurar que los ingresos extraordinarios, que mejoran el saldo estructural, no se incluyen como parte del esfuerzo fiscal, sino que se destinan en su totalidad a la reducción de la deuda. Si los indicadores del saldo estructural y los relativos al valor de referencia del gasto envían señales contradictorias sobre el cumplimiento de las exigencias de esfuerzo estructural establecidas en el PEC, la Comisión realiza una «evaluación global» para determinar cuál de los dos indicadores fiscales considera más apropiado utilizar en su evaluación final. Sin embargo, el procedimiento de realización de esta evaluación global sigue sin ser totalmente transparente, haciendo difícil determinar si se aplica de forma coherente. Por otra parte, la «congelación» de las exigencias de ajuste basada en diversas previsiones anteriores de la Comisión podría distorsionar la valoración de si las políticas fiscales cumplen el PEC⁴. Aunque este método se introdujo para asegurar que los Gobiernos dispusieran de orientaciones fiables *ex ante* en vista de la volatilidad de las estimaciones de la brecha de producción y del saldo estructural, puede provocar incoherencias entre países e incluso dar lugar a que se considere que un país que se está desviando significativamente de su OMP ha alcanzado el objetivo y cumple plenamente las normas (como ha sido el caso de los Países Bajos en esta ronda de evaluación de proyectos de planes presupuestarios; véase cuadro).

Además, la cláusula de reformas estructurales y de inversión, introducida por la Comisión en enero de 2015, puede reducir sustancialmente las exigencias de ajuste estructural incluso para países que no han conseguido su OMP y que registran ratios de deuda muy elevadas. Por ejemplo, Italia obtuvo permiso para reducir su exigencia de esfuerzo estructural para 2016 en la primavera de 2015 acogiéndose a la cláusula de reformas estructurales; el proyecto de plan presupuestario prevé una mayor flexibilidad en el contexto de la cláusula de

⁴ Se ha de destacar que la metodología de «congelación» prevé que las exigencias para el año t se fijen basándose en datos de las previsiones de primavera de la Comisión Europea en el año $t-1$. No obstante, las exigencias basadas en la previsión anterior más favorable desde el año $t-1$ prevalecen con respecto a las exigencias sujetas a congelación, por ejemplo, si indican que el país ya ha alcanzado su OMP.

Cuadro
Proyectos de planes presupuestarios para 2016

Dictamen de la Comisión sobre cumplimiento del PEC de los proyectos de planes presupuestarios para 2016	Objetivo presupuestario a medio plazo (OMP)	Saldo estructural en 2016 (previsiones de otoño de 2015 de la Comisión Europea)	Ajuste estructural real en 2016 (previsiones de otoño de 2015 de la Comisión Europea)	Compromiso de ajuste estructural en 2016 con arreglo al PEC (puntos porcentuales)
«Cumple»				
Estonia (componente preventivo)	0,0	0,2	-0,1	en el OMP
Alemania (componente preventivo)	-0,5	0,7	-0,2	en el OMP
Luxemburgo (componente preventivo)	0,5	0,9	0,2	en el OMP
Países Bajos (componente preventivo)	-0,5	-1,4	-0,3	-0,2
Eslovaquia (componente preventivo)	-0,5	-2,0	0,0	0,25
«Cumple en líneas generales»				
Bélgica (componente preventivo)	0,75	-2,1	0,4	0,6
Finlandia (componente preventivo)	-0,5	-1,5	0,2	0,5
Letonia (componente preventivo)	-1,0	-1,9	0,2	0,3
Malta (componente preventivo)	0,0	-1,7	0,4	0,6
Francia (plazo fijado en el PDE: 2017)	-0,4	-2,4	0,3	0,8
Irlanda (plazo fijado en el PDE: 2015)	0,0	-2,1	0,8	0,6
Eslovenia (plazo fijado en el PDE: 2015)	0,0	-2,5	0,2	0,6
«Riesgo de incumplimiento»				
Austria (componente preventivo)	-0,45	-1,0	-0,4	0,1
Italia (componente preventivo)	0,0	-1,5	-0,5	0,1
Lituania (componente preventivo)	-1,0	-1,4	-0,2	0,1
España (plazo fijado en el PDE: 2016)	0,0	-2,6	-0,1	1,2
Portugal (plazo fijado en el PDE: 2015) ¹⁾	-0,5	-2,3	-0,5	0,6

Fuentes: Comisión Europea y AMECO.

Notas: En el caso de los países sujetos a un PDE, la Comisión considera que los proyectos de planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC si, con arreglo a la previsión de la Comisión, los objetivos de déficit global se alcanzarán pero el esfuerzo fiscal será notablemente insuficiente en relación con el objetivo recomendado, poniendo en riesgo el cumplimiento de la recomendación formulada en el contexto del PDE. La Comisión considera que los países sometidos a un PDE corren «riesgo de incumplimiento» si la previsión de la Comisión para 2016 (sujeta a confirmación ex post) podría llevar a la aceleración del PDE porque se prevé que no se logren el esfuerzo fiscal recomendado ni el objetivo general de déficit fijado en la Recomendación. Por lo que se refiere a los países sujetos al componente preventivo del PEC, la Comisión considera que los proyectos de planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC si, con arreglo a la previsión de la Comisión, el plan puede dar lugar a una ligera desviación del OMP o de la senda de ajuste hacia su consecución, pero el grado de incumplimiento de la exigencia no representaría una desviación significativa con respecto al ajuste requerido. Las desviaciones de los objetivos fiscales en el contexto del componente preventivo se clasifican como «significativas» si superan el 0,5% del PIB un año o el 0,25% del PIB, en promedio, dos años consecutivos. Al mismo tiempo, se considera que los Estados miembros cumplen el valor de referencia de reducción de la deuda «según sea el caso». A su vez, en el marco del componente preventivo, la Comisión concluye que los proyectos de planes presupuestarios corren «riesgo de incumplimiento del PEC» si la previsión de la Comisión contempla una desviación significativa del OMP o de la senda de ajuste hacia su consecución en 2016, o riesgo de incumplimiento del valor de referencia de reducción de la deuda «según sea el caso».

1) Portugal no presentó un proyecto de plan presupuestario para 2016.

reformas estructurales y de inversión⁵. Por lo tanto, se observan crecientes incoherencias entre las exigencias de ajuste estructural establecidas en el componente preventivo y las impuestas en relación con la regla sobre la deuda en varios países, y la previsión de la Comisión señala desviaciones significativas de las exigencias de cumplimiento de la regla sobre la deuda en los casos de Bélgica y de Italia⁶.

En el caso de los países sujetos al procedimiento de déficit excesivo, se produce una asimetría por considerar que sus planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC si, según las exigencias, su esfuerzo estructural es insuficiente pero, no obstante, se espera que cumplan los objetivos de déficit global. En realidad, esos planes

⁵ La Comisión ha considerado que el proyecto de plan presupuestario de Italia plantea riesgos de incumplimiento del PEC como consecuencia del insuficiente esfuerzo de ajuste estructural con respecto a la recomendación del Consejo de julio de 2015, y examinará la posibilidad de concederle mayor flexibilidad en el marco del PEC en la primavera de 2016.

⁶ Véase el recuadro titulado «Flexibility within the Stability and Growth Pact», Boletín Económico, Número 1, BCE, 2015.

plantean riesgos, ya que, si posteriormente se determina que el país ha incumplido los objetivos anuales de déficit global según se establece en la recomendación del Consejo, la Comisión tendría que recomendar la aceleración del PDE.

En general, los dictámenes de la Comisión reflejan la expectativa de que es probable que el esfuerzo de ajuste estructural en 2016 continúe siendo insuficiente para cumplir los compromisos adquiridos en el contexto del PEC en muchos países de la zona del euro. Por un lado, esto se debe a la falta de avances hacia la consecución de los OMP de los países sujetos al componente preventivo del PEC y, por otro, está relacionado con los insuficientes esfuerzos estructurales realizados en el marco de su componente corrector, el procedimiento de déficit excesivo. Se ha de observar que, según las previsiones de otoño de 2015 de la Comisión, y calculado en términos de la variación del saldo estructural, los países sometidos al componente preventivo que se considera que todavía no han alcanzado su OMP relajarán la orientación de su política fiscal un 0,2 % del PIB, en promedio, aunque el componente preventivo exigiría un endurecimiento del 0,3 % del PIB⁷. Al mismo tiempo, se prevé que los países sujetos a un PDE acometan un ajuste presupuestario del 0,2 % del PIB, en promedio, aunque los compromisos adquiridos en el contexto del PEC exigirían un esfuerzo del 0,9 % del PIB. Mientras tanto, los países que, según la Comisión, habrán alcanzado el OMP a principios de 2016 tienen previsto relajar la orientación de su política fiscal ligeramente en 2016, un promedio de 0,2 puntos porcentuales del PIB. Esto se debe, en cierta medida, a que Alemania está utilizando parte de las reservas acumuladas para hacer frente a los costes presupuestarios derivados de la actual afluencia de refugiados⁸.

Los insuficientes avances en materia de esfuerzos estructurales son acordes con una orientación general de las políticas fiscales en la zona del euro que se tornará ligeramente expansiva el año que viene. Si se excluye el impacto del ciclo económico y del entorno de tipos de interés reducidos, la variación del saldo primario ajustado de ciclo de la zona del euro pasará a ser negativa en un 0,3 % del PIB en 2016, según las previsiones de otoño de 2015 de la Comisión Europea.

Por último, la Comisión subraya que la composición del gasto público sigue sin promover suficientemente el crecimiento. En particular, aunque las medidas adoptadas recientemente en algunos países de la zona del euro para reducir la carga fiscal sobre el trabajo van en la dirección correcta, los avances para lograr que la composición del gasto estimule en mayor medida el crecimiento han sido limitados, y todavía se espera que los gastos de capital disminuyan en porcentaje del PIB.

⁷ Para dos países sujetos al componente preventivo (Bélgica e Italia), las exigencias establecidas en el contexto de la regla sobre la deuda son actualmente la restricción que impera. Según los dictámenes de la Comisión, la brecha en términos de cumplimiento de la regla sobre la deuda en 2016 asciende a 1,5 puntos porcentuales del PIB en el caso de Bélgica y a 3,7 puntos porcentuales del PIB en el de Italia, bastante por encima de las respectivas exigencias de ajuste estructural en términos de convergencia hacia el OMP. La Comisión reconsiderará la necesidad de abrir un PDE por incumplimiento de la citada regla para estos dos países en la primavera de 2016.

⁸ Según la previsión de la Comisión, estos costes serán considerablemente inferiores a los que se desprenden del proyecto de plan presupuestario de Alemania.

El 23 de noviembre de 2015, el Eurogrupo hizo un llamamiento para que los países de la zona del euro cuyos planes presupuestarios conlleven el riesgo de incumplimiento de las exigencias del componente preventivo del PEC adopten medidas adicionales a su debido tiempo, a fin de abordar los riesgos asociados a una convergencia adecuada hacia los OMP y al cumplimiento de la regla sobre la deuda. A su vez, los países sujetos al componente corrector del PEC deberían velar por la corrección de sus déficits excesivos en el plazo fijado y por una convergencia adecuada hacia sus OMP posteriormente, así como, el cumplimiento de la regla sobre la deuda. A este respecto, el Eurogrupo reiteró la importancia de los esfuerzos estructurales y de las medidas de ajuste (de abajo hacia arriba o *bottom-up*) en el marco del componente corrector y reconoció que «la mera consecución de los objetivos globales puede no ser suficiente para asegurar la corrección duradera de los déficits excesivos». En consonancia con estas orientaciones de política fiscal, Italia, Austria y Lituania, en el contexto del componente preventivo del PEC, y España, en el de su componente corrector, se han comprometido a adoptar las medidas necesarias para cerrar las brechas identificadas por la Comisión, garantizando así el cumplimiento de las disposiciones del PEC. Además, el Eurogrupo invitó a los países de la zona del euro cuyos proyectos de planes presupuestarios cumplen en líneas generales las disposiciones del PEC a velar por su cumplimiento en el proceso presupuestario nacional, y acogieron positivamente su compromiso para tomar las medidas que sean necesarias.

El Eurogrupo evaluará el seguimiento de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios y de los compromisos adquiridos por los países en abril de 2016. Se ha de destacar su llamamiento a la Comisión para dotar de una mayor transparencia y previsibilidad al procedimiento de evaluación. Esto es realmente necesario para garantizar que la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios sea un mecanismo de alerta temprana eficaz para identificar y abordar desequilibrios fiscales entre los países de la zona del euro.

Artículos

¿Qué factores explican el reciente repunte del empleo en la zona del euro?

El empleo de la zona del euro ha aumentado en más de 2,2 millones de personas desde el mínimo registrado después de la crisis, a mediados de 2013. En este artículo se analizan las causas y las características de este repunte y se llega a la conclusión de que está muy concentrado en algunos de los mercados de trabajo más afectados por la crisis, y sobre todo en los sectores con baja productividad. Aunque la mayor parte del empleo neto creado en los últimos trimestres ha sido de alta cualificación, a tiempo completo y asalariado (frente al trabajo por cuenta propia), algo más de la mitad es de carácter temporal. El trabajo a tiempo parcial también desempeña un papel importante en varias economías. El aumento de los ocupados ha beneficiado, en particular, a las mujeres y a los trabajadores de más edad, lo que refleja las tendencias del empleo en la zona del euro a más largo plazo.

Introducción

Tras casi cinco años de pérdidas de puestos de trabajo prácticamente ininterrumpidas, que afectaron a más de 5,5 millones de personas, el empleo de la zona del euro se estabilizó en el segundo trimestre de 2013 y, desde entonces, ha aumentado en más de 2,2 millones de ocupados. Aunque este incremento proporciona un impulso muy necesario a los mercados de trabajo de la zona, el empleo se mantiene aproximadamente un 2% por debajo del nivel anterior a la reciente crisis económica.

Este artículo analiza las causas del aumento del empleo observado en toda la zona del euro desde el mínimo registrado después de la crisis, a mediados de 2013, y se centra, en particular, en su evolución en las principales economías de la zona. En ausencia de datos actualizados sobre los flujos de empleo, en este artículo se examinan los factores que explican el reciente repunte de los niveles de ocupación, con el fin de ofrecer una visión sobre los cambios que se están produciendo en la composición del empleo. En la sección 2 se describe la evolución del empleo en la zona del euro y se analizan los factores que han determinado su avance reciente en cada país. En el recuadro 1 se compara la evolución del empleo después de la crisis en la zona del euro y en Estados Unidos. En el recuadro 2 se examina el impacto de las recientes reformas estructurales sobre la evolución del empleo en algunos de los mercados de trabajo más afectados por la crisis económica. En la sección 3 se analiza la distribución sectorial del repunte del empleo en la zona del euro. En la sección 4 se examina

el empleo creado, atendiendo a las características de los trabajadores y a las modalidades de empleo. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones, con algunas recomendaciones.

Conclusiones

Tras el repunte registrado en el PIB de la zona del euro, impulsado fundamentalmente por factores internos, el empleo en la zona ha aumentado en algo más de 2,2 millones de personas. Aunque este incremento sigue sin compensar las significativas pérdidas registradas durante la prolongada crisis financiera, la diferencia con respecto a los niveles anteriores a esta se ha reducido a la mitad y el crecimiento del empleo ha sido bastante generalizado, incluso en muchos de los países más afectados por la crisis.

Por sectores, el crecimiento del empleo neto se ha concentrado muy especialmente en el sector servicios. Este avance se ha observado, en particular, en las ramas de comercio y transporte, servicios a empresas y servicios no de mercado, en los que la expansión de la actividad suele generar más empleo que en otros sectores. El análisis sectorial de la expansión también contribuye a explicar el relativamente débil incremento del total de horas trabajadas desde el momento álgido de la crisis, ya que los sectores que están registrando un mayor crecimiento del empleo desde el inicio de la recuperación se caracterizan, en general, por una media de horas semanales trabajadas por persona más baja.

Por lo que respecta a las características de los trabajadores y las modalidades de empleo, el crecimiento del empleo neto se ha registrado, sobre todo, en puestos de mayor cualificación, a tiempo completo y por cuenta ajena (frente al trabajo por cuenta propia), si bien la contratación temporal ha superado ligeramente a la indefinida. Las mujeres y los trabajadores de más edad se han beneficiado en mayor medida que otros colectivos, lo que refleja, fundamentalmente, las tendencias a más largo plazo en el crecimiento del empleo, ya evidentes antes de la crisis.

El mayor predominio de los contratos temporales en España (y de manera creciente en Francia) subraya la marcada dualidad que caracteriza a estos mercados de trabajo. Hay quienes consideran que el uso generalizado de contratos temporales tiene un impacto negativo sobre el bienestar de los trabajadores y desincentiva la inversión en capital humano, limitando así las posibilidades de adquirir un mayor nivel de cualificación y de aumentar la productividad a largo plazo. Sin embargo, en un contexto de elevadas tasas de desempleo (que en España siguen superando el 20%), los contratos temporales permiten acceder a un puesto de trabajo y pueden representar una vía de entrada a empleo de carácter más fijo en el futuro.

Aunque el crecimiento del empleo en la zona del euro ha sido considerable en los dos últimos años, se mantiene un tanto a la zaga con respecto al

significativo avance observado en Estados Unidos. Es probable que esta situación refleje, en parte, la mayor flexibilidad del mercado de trabajo estadounidense, que también permitió un ajuste del empleo más acusado y rápido durante la crisis. El menor crecimiento del empleo en la zona del euro (y el período de ajuste más prolongado) podría deberse al repunte más débil de la actividad económica en relación con los niveles previos a la crisis en comparación con Estados Unidos, al mayor grado de protección del empleo y a la menor contribución del crecimiento de la productividad como medio para contener el incremento de los costes laborales unitarios. Estos factores han frenado la reestructuración y la reasignación del trabajo hacia sectores y empresas con un crecimiento más rápido. Como resultado, los niveles de empleo en la zona del euro se mantienen algo por debajo del máximo previo a la crisis, mientras que, en Estados Unidos, el número de puestos de trabajo supera ahora los niveles registrados antes de la crisis.

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

Novedades en las estadísticas monetarias y financieras

El BCE ha publicado recientemente nuevas estadísticas monetarias y financieras que incorporan mejoras sustanciales. Estas mejoras obedecen a dos factores principales. En primer lugar, dado que la innovación financiera ha cambiado el panorama financiero en Europa, los responsables de elaborar la política económica han introducido exigencias adicionales de información. En segundo lugar, la adopción del Sistema Europeo de Cuentas 2010 (SEC 2010), que es una actualización de las normas estadísticas que conforman el marco metodológico de las cuentas de los sectores financieros y no financieros en Europa, ha generado nuevas obligaciones. En este artículo se presentan las principales novedades de estas estadísticas mejoradas y se facilitan ejemplos de su relevancia en la práctica.

Introducción

Desde su creación, el BCE ha elaborado estadísticas monetarias y financieras que muestran con precisión la evolución monetaria y financiera más reciente, así como los cambios en el sistema financiero. Estas estadísticas se elaboran con el fin de obtener una visión completa y detallada de los sectores financieros de la zona del euro, que sirva de respaldo a las funciones de política monetaria y macroprudenciales del BCE.

La estructura del sistema financiero está evolucionando como consecuencia de la innovación financiera y de la llegada de nuevos participantes y productos, de modo que las definiciones y la recopilación de datos se actualizan con regularidad. El gráfico 1 muestra el cambio que se ha producido en la importancia relativa de los sectores financieros de la zona del euro. Aunque la proporción de las instituciones monetarias (IFM) ha disminuido ligeramente, al cierre de junio de 2015 todavía representaban aproximadamente la mitad del balance del sector financiero de la zona del euro. La importancia de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización (FVC, en sus siglas en inglés) también ha descendido, debido al menor nivel de actividad en el mercado de titulizaciones. En cambio, la importancia relativa de los fondos de inversión ha aumentado y estos representan una sexta parte del sistema financiero.

La reciente publicación de nuevas estadísticas monetarias y financieras basadas en el SEC 2010 fue un hito importante de este proceso de actualización. La mejora de estas estadísticas, y en particular de sus sistemas de presentación de información, es el resultado de un proceso que comenzó en 2012 y en el que participaron expertos en estadística, responsables de elaborar la política

económica, analistas y el sector financiero. La estrecha colaboración de los dos últimos grupos permitió alcanzar un equilibrio entre las ventajas de un análisis económico sólido de cada conjunto de datos y el coste de la presentación y la gestión de información adicional.

Este artículo se estructura en función de los distintos tipos de estadísticas monetarias y financieras. La sección 2 trata sobre los balances de las IFM; la sección 3, sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito; la sección 4, sobre los fondos de inversión; la sección 5, sobre las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización; la sección 6, sobre las emisiones de valores, y en la sección 7 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

A lo largo de 2015, el BCE ha introducido diversas mejoras en los conjuntos de datos sobre estadísticas monetarias y financieras. Estas mejoras afectan a las estadísticas sobre los balances de las IFM, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito, los fondos de inversión, las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización y las emisiones de valores.

En relación con las partidas del balance de las IFM, ahora pueden realizarse desgloses más detallados por sector de contrapartida y por instrumento financiero. Estos desgloses están en consonancia con el SEC 2010. Incluyen posiciones intragrupo en depósitos y préstamos, lo que puede resultar útil para analizar episodios de tensiones financieras. Además, el método para ajustar los préstamos al sector privado de titulizaciones y otras transferencias ha mejorado para tener en cuenta saldos y amortizaciones de préstamos dados de baja del balance.

Las estadísticas sobre tipos de interés aplicados por las entidades de crédito permiten calcular los volúmenes y los tipos de interés de las operaciones de crédito estrictamente nuevas. Para ello se identifican por separado los préstamos renegociados concedidos a hogares (desglosados por finalidad del préstamo) y a empresas. Además, los nuevos datos incluyen los tipos de interés de los préstamos detallados por vencimiento original y residual, así como la próxima fecha de revisión del tipo, lo que permite entender mejor el impacto de las decisiones de política monetaria sobre los ingresos por intereses de las entidades de crédito y sobre los tipos de interés pagados por los hogares y las empresas.

En las estadísticas sobre fondos de inversión se han introducido diversas mejoras. Los datos recogidos a partir de 2015 se han alineado con el marco del SEC 2010. Además, ahora los datos sobre fondos constituidos como fondos de inversión cotizados se incluyen como subcategoría de todos los fondos, y los datos sobre emisiones y amortizaciones de participaciones en fondos de inversión se encuentran disponibles para todos los países de la zona del euro.

Las estadísticas sobre sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización incorporan novedades. Estas novedades mejoran la información disponible sobre préstamos titulizados no originados por entidades de crédito de la zona del euro, desgloses entre corto y largo plazo de los depósitos mantenidos por las sociedades instrumentales, y préstamos concedidos directamente a este tipo de sociedades o recibidos de ellas.

Por último, de acuerdo con el SEC 2010, en las estadísticas sobre emisiones de valores ahora se identifican nuevos sectores institucionales, que incluyen las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización (FVC). La clasificación de algunas unidades institucionales dentro de sectores también se ha adaptado al nuevo SEC. Está previsto que se publiquen próximamente nuevas series armonizadas sobre los bonos cupón cero.

En 2016, el marco estadístico del BCE se enriquecerá en dos ámbitos.

En primer lugar, el BCE comenzará a recoger estadísticas diarias sobre las operaciones del mercado monetario relativas a los segmentos del mercado con garantías, sin garantías, de *swaps* de divisas y de *swaps* sobre índices a un día. Estos datos, que se recopilarán para cada operación de las IFM más importantes de la zona del euro, facilitarán información adicional sobre el mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria. En segundo lugar, las estadísticas sobre empresas de seguros de la zona del euro se armonizarán mediante la reutilización de una gran parte de la información recogida en el marco de supervisión con arreglo a la Directiva de Solvencia II, lo que debería reducir al mínimo la carga de información. La recogida de información estadística sobre empresas de seguros supondrá un refuerzo adicional para el análisis monetario y financiero.

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

Estadísticas

Índice

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

Información adicional

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

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

- «-» Inexistencia del fenómeno considerado/dato no aplicable
- «.» Dato no disponible por el momento
- «...» Cero o no significativo
- (p) Cifra provisional
- (d.) Desestacionalizado
- (s.d.) Sin desestacionalizar

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre 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 ²⁾ (IAPC)
							Total	Excluidos alimentos y energía					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,2	1,2	1,7	7,8	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,6	2,5
2013	3,1	1,5	2,2	1,6	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,9	-0,1	7,4	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 IV TR	0,8	0,5	0,8	0,3	1,7	0,4	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2015 I TR	0,7	0,2	0,4	1,1	1,3	0,5	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
II TR	0,7	1,0	0,7	-0,2	1,8	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
III TR	.	0,5	0,5	-0,2	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
2015 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	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,0	0,2	2,0	0,1
Sep	-	-	-	-	-	-	0,4	1,8	0,0	-0,1	0,0	1,6	-0,1
Oct	-	-	-	-	-	-	0,6	1,8	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,1
Nov ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,1

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 ¹⁾					
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global ²⁾					
	Global ²⁾	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	4,0	2,9	4,6
2013	53,3	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,0	-0,1	5,0
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	3,7	3,6	3,7
2014 IV TR	53,3	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,3	53,6	50,4	1,9	2,2	1,7
2015 I TR	53,9	56,9	57,3	50,4	51,5	53,3	52,8	54,3	50,3	-2,2	1,4	-4,4
II TR	53,4	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	50,9	54,2	49,3	-1,0	-0,9	-1,0
III TR	53,1	55,4	55,0	51,9	49,0	53,9	50,3	54,0	48,7	1,5	1,2	1,8
2015 Jun	52,7	54,6	57,4	51,5	50,6	54,2	50,5	53,4	50,0	-1,0	-0,9	-1,0
Jul	53,4	55,7	56,7	51,5	50,2	53,9	50,9	54,2	49,1	-0,1	-1,3	0,8
Ago	53,5	55,7	55,2	52,9	48,8	54,3	50,0	54,6	48,8	2,1	-0,2	3,7
Sep	52,4	55,0	53,3	51,2	48,0	53,6	50,1	53,2	48,1	1,5	1,2	1,8
Oct	53,1	55,0	55,4	52,3	49,9	53,9	51,1	53,6	50,5	.	.	.
Nov	.	56,1	.	.	.	54,4	51,6	.	50,2	.	.	.

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 ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)		
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015 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
Sep	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08
Oct	-0,14	-0,12	-0,05	0,02	0,13	0,32	0,08
Nov	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08

Fuente: BCE.

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

2.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro ^{1) 2)}					Zona del euro ^{1) 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1) 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años – 1 año	10 años – 1 año	10 años – 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
Sep	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76
Oct	-0,35	-0,33	-0,31	-0,03	0,63	0,96	1,82	1,40	-0,32	-0,25	0,66	1,69
Nov	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77

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	Aqua, 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 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
Sep	330,9	3.165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1.944,4	17.944,2
Oct	342,2	3.275,5	658,6	261,3	598,9	290,0	183,4	478,7	360,4	263,5	362,3	823,9	2.024,8	18.374,1
Nov	358,2	3.439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2.080,6	19.581,8

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo		Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda					Indicador sintético del coste de financiación					
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés	TAE ³⁾		Por período inicial de fijación del tipo de interés	TAE ³⁾									
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Más de 1 año			Más de 1 año	Más de 10 años									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16				
2014 Nov	0,20	0,92	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	1,56	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,75	2,41	2,51	2,50	2,67	2,75	2,48				
2015 Ene	0,19	0,86	1,01	1,95	7,18	17,12	5,25	6,42	6,73	2,76	2,31	2,55	2,45	2,44	2,69	2,40				
Feb	0,18	0,85	0,97	1,53	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,08	2,48	2,35	2,49	2,58	2,37				
Mar	0,17	0,83	0,89	1,24	7,13	17,05	5,16	6,17	6,50	2,72	2,10	2,43	2,24	2,40	2,53	2,29				
Abr	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,23				
May	0,16	0,82	0,84	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,10	2,30	2,45	2,17				
Jun	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,02	2,25	2,12	2,31	2,48	2,18				
Jul	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22				
Ago	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26				
Sep	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,39	2,61	2,25				
Oct ^(p)	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,97	5,21	6,03	6,43	2,65	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26				

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa Anual Equivalente (TAE).

2.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a las sociedades no financieras y a sus depósitos (nuevas operaciones)^{1), 2)}

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por tamaño y período inicial de fijación del tipo								Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	A plazo:		Hasta 250.000 euros		Más de 250.000 euros y hasta 1 millón				Más de 1 millón de euros					
		Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2014 Nov	0,24	0,44	1,16	3,57	3,80	3,86	3,42	2,38	2,84	2,63	1,74	2,17	2,27	2,51	
Dic	0,23	0,43	1,25	3,49	3,68	3,75	3,24	2,34	2,78	2,50	1,72	2,16	2,13	2,46	
2015 Ene	0,23	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	3,00	2,31	2,82	2,05	1,66	2,03	2,20	2,46	
Feb	0,21	0,35	1,04	3,43	3,57	3,72	3,14	2,24	2,71	2,39	1,51	1,98	2,15	2,37	
Mar	0,21	0,32	0,97	3,39	3,46	3,65	3,10	2,16	2,65	2,32	1,61	2,12	2,00	2,36	
Abr	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,64	2,26	1,61	1,93	2,03	2,33	
May	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,27	
Jun	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,48	2,88	2,09	2,32	2,23	1,59	1,91	2,04	2,26	
Jul	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,05	2,19	
Ago	0,17	0,24	0,92	3,16	3,24	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,39	1,53	2,03	2,14	
Sep	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,52	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,88	2,18	2,22	
Oct ^(p)	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,27	2,20	1,43	1,69	2,03	2,15	

Fuente: BCE.

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

2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014 se reclasificaron las sociedades holding de los grupos no financieros, pasando del sector de sociedades no financieras al sector de instituciones financieras.

2 Evolución financiera

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no finan- cieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	1.309	544	119	.	59	538	50	409	219	33	.	39	93	25
2015 Abr	1.408	599	133	.	80	533	62	350	156	39	.	38	82	35
May	1.393	589	133	.	80	532	59	324	138	36	.	36	80	33
Jun	1.325	559	119	.	75	517	56	296	123	30	.	34	77	32
Jul	1.327	558	115	.	81	520	54	338	143	34	.	39	91	31
Ago	1.330	558	119	.	79	515	59	290	132	28	.	22	79	29
Sep	1.312	545	113	.	75	520	59	341	161	29	.	29	93	30
Largo plazo														
2012	15.205	4.814	3.166	.	842	5.758	624	255	98	45	.	16	84	12
2013	15.108	4.405	3.086	.	921	6.069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014	15.137	4.048	3.168	.	993	6.286	643	221	66	44	.	16	85	10
2015 Abr	15.293	3.999	3.233	.	1.031	6.389	641	226	70	38	.	21	87	10
May	15.373	3.981	3.256	.	1.034	6.462	640	190	50	44	.	6	85	4
Jun	15.353	3.937	3.268	.	1.028	6.485	634	207	69	34	.	13	87	5
Jul	15.312	3.915	3.288	.	1.036	6.437	636	224	79	42	.	10	83	10
Ago	15.255	3.893	3.246	.	1.035	6.444	637	112	42	19	.	4	44	4
Sep	15.285	3.865	3.263	.	1.043	6.482	633	256	63	80	.	16	93	4

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 Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras		
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10				11
Saldo vivo														
2012	16.631,3	5.395,6	3.311,9	.	917,3	6.316,2	690,3	4.598,1	404,7	615,6	3.577,9			
2013	16.355,3	4.881,5	3.208,5	.	987,9	6.597,8	679,6	5.646,1	569,1	748,1	4.329,0			
2014	16.446,9	4.591,7	3.287,0	.	1.051,6	6.823,7	692,9	5.957,2	591,1	785,8	4.580,3			
2015 Abr	16.700,7	4.598,1	3.366,2	.	1.111,0	6.921,8	703,5	7.001,8	683,9	909,2	5.408,8			
May	16.766,0	4.570,0	3.388,8	.	1.113,8	6.994,0	699,5	7.023,0	675,5	902,4	5.445,1			
Jun	16.678,2	4.496,0	3.387,3	.	1.103,1	7.001,4	690,4	6.842,8	664,3	880,5	5.298,0			
Jul	16.639,6	4.473,3	3.403,0	.	1.116,6	6.956,9	689,9	7.113,7	695,0	914,8	5.503,9			
Ago	16.584,2	4.450,5	3.364,7	.	1.113,5	6.959,6	696,0	6.575,9	630,6	849,9	5.095,4			
Sep	16.596,7	4.409,9	3.375,3	.	1.117,6	7.001,9	692,0	6.273,0	582,5	806,4	4.884,0			
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	.	8,0	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,0	0,3			
2014	-0,6	-7,7	0,4	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8			
2015 Abr	-0,2	-6,7	2,5	.	6,6	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8			
May	-0,6	-7,1	0,9	.	5,6	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7			
Jun	-1,0	-7,7	1,3	.	4,3	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	0,7			
Jul	-1,2	-7,5	0,5	.	4,0	1,5	-0,6	1,1	3,3	0,3	0,9			
Ago	-1,0	-7,2	0,5	.	4,0	1,8	-0,2	1,1	3,3	0,5	0,9			
Sep	-0,5	-7,4	2,5	.	4,4	2,4	-1,8	1,0	3,3	0,5	0,7			

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

2.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM real ²⁾	CLUT real	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,6	95,0	93,3	88,2	100,3	95,8	107,0	92,5
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,9	98,9	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	103,3	100,4	114,7	96,1
2014 IV TR	99,0	94,9	94,3	89,2	100,5	97,7	112,3	93,5
2015 I TR	93,0	89,2	89,4	84,0	94,0	92,2	106,4	88,3
II TR	91,2	87,5	88,3	82,4	92,1	90,1	104,4	86,3
III TR	92,7	88,7	89,6	-	-	-	107,6	88,6
2015 Jun	92,3	88,5	89,2	-	-	-	106,0	87,6
Jul	91,3	87,5	88,3	-	-	-	105,1	86,7
Ago	93,0	89,0	89,8	-	-	-	108,1	89,1
Sep	93,8	89,6	90,7	-	-	-	109,6	90,2
Oct	93,6	89,4	90,3	-	-	-	109,0	89,6
Nov	91,1	87,0	87,8	-	-	-	106,0	86,9
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2015 Nov	-2,7	-2,7	-2,8	-	-	-	-2,8	-3,0
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2015 Nov	-7,9	-8,4	-6,8	-	-	-	-5,3	-6,9

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 IV TR	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 TR	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
II TR	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
III TR	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
2015 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
Sep	7,146	7,589	27,089	7,461	313,145	134,851	4,218	0,731	4,4236	9,392	1,091	1,122
Oct	7,135	7,621	27,105	7,460	311,272	134,839	4,251	0,733	4,4227	9,349	1,088	1,124
Nov	6,840	7,607	27,039	7,460	312,269	131,597	4,249	0,707	4,4453	9,313	1,083	1,074
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2015 Nov	-4,1	-0,2	-0,2	0,0	0,3	-2,4	0,0	-3,6	0,5	-0,4	-0,5	-4,4
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2015 Nov	-10,5	-0,8	-2,3	0,3	1,8	-9,3	0,9	-10,6	0,4	0,8	-9,9	-13,9

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 ¹⁾			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2014 III TR	19.133,3	20.292,0	-1.158,8	7.740,1	5.925,7	6.234,5	9.565,8	-54,8	4.616,4	4.800,5	597,0	11.849,1
IV TR	19.871,7	20.989,4	-1.117,7	8.249,4	6.410,5	6.467,3	9.823,6	-43,1	4.585,7	4.755,3	612,3	12.038,7
2015 I TR	21.840,3	22.833,9	-993,6	8.952,8	6.623,5	7.225,1	11.054,9	-69,3	5.041,3	5.155,5	690,4	12.995,0
II TR	21.378,9	22.271,8	-892,9	8.804,9	6.673,7	7.102,3	10.627,9	-22,3	4.835,5	4.970,2	658,5	12.649,4
saldos vivos en porcentaje del PIB												
2015 II TR	208,4	217,1	-8,7	85,8	65,1	69,2	103,6	-0,2	47,1	48,5	6,4	123,3
Transacciones												
2014 IV TR	82,0	22,0	60,0	67,8	78,7	103,5	12,3	10,0	-102,1	-69,0	2,9	-
2015 I TR	548,9	511,4	37,6	195,7	88,2	137,1	250,7	22,6	187,8	172,5	5,7	-
II TR	33,0	8,7	24,3	84,5	125,0	122,9	-3,3	3,8	-175,7	-112,9	-2,5	-
III TR	10,9	-55,7	66,6	57,9	45,5	-0,2	-109,7	-4,6	-44,8	8,5	2,7	-
2015 Abr	101,3	157,1	-55,8	17,2	32,1	26,2	1,9	5,1	56,7	123,2	-3,9	-
May	1,6	-19,1	20,7	39,5	45,3	64,4	19,2	2,9	-103,4	-83,6	-1,8	-
Jun	-69,9	-129,2	59,4	27,9	47,7	32,3	-24,4	-4,3	-129,0	-152,5	3,2	-
Jul	63,5	12,7	50,8	27,9	-7,9	-3,2	-65,1	10,5	35,3	85,7	-7,0	-
Ago	-6,4	-10,7	4,3	0,3	-2,8	10,2	-21,4	-8,8	-9,5	13,5	1,4	-
Sep	-46,2	-57,8	11,5	29,7	56,3	-7,2	-23,3	-6,4	-70,7	-90,8	8,3	-
transacciones acumuladas de 12 meses												
2015 Sep	674,9	486,5	188,4	405,9	337,4	363,4	150,0	31,7	-134,9	-0,9	8,8	-
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2015 Sep	6,6	4,7	1,8	4,0	3,3	3,5	1,5	0,3	-1,3	0,0	0,1	-

Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB												
	Total	Demanda interna								Saldo exterior ¹⁾			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾		
	1	2	3	4	5	Total construcción	Total maquinaria	8	9	10	11	12	
	Precios corrientes (mm de euros)												
2012	9.849,1	9.581,8	5.540,2	2.066,8	1.984,8	1.033,5	585,0	361,5	-10,0	267,4	4.294,4	4.027,0	
2013	9.952,8	9.610,6	5.566,2	2.096,3	1.943,1	1.004,1	571,6	362,3	5,0	342,2	4.369,8	4.027,7	
2014	10.126,9	9.738,9	5.643,0	2.130,5	1.976,6	1.007,1	592,5	371,7	-11,1	388,0	4.511,3	4.123,3	
2014 III TR	2.537,6	2.439,2	1.413,8	534,9	496,0	251,7	149,3	93,7	-5,5	98,4	1.139,0	1.040,6	
IV TR	2.552,8	2.446,4	1.422,6	534,9	500,7	253,4	151,9	94,1	-11,8	106,4	1.149,3	1.042,9	
2015 I TR	2.575,9	2.462,4	1.424,8	539,5	507,7	256,2	154,9	95,3	-9,7	113,5	1.159,6	1.046,0	
II TR	2.593,9	2.473,0	1.437,4	541,4	506,4	253,7	156,0	95,3	-12,1	120,9	1.188,1	1.067,2	
en porcentaje del PIB													
2014	100,0	96,2	55,7	21,0	19,6	10,0	5,9	3,7	-0,2	3,8	-	-	
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)													
tasas de variación intertrimestral													
2014 IV TR	0,4	0,4	0,6	0,2	0,6	0,6	0,8	0,2	-	-	0,9	0,9	
2015 I TR	0,5	0,7	0,5	0,6	1,4	1,0	2,3	0,8	-	-	1,0	1,5	
II TR	0,4	0,0	0,4	0,3	-0,5	-1,1	0,4	-0,2	-	-	1,6	1,0	
III TR	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
tasas de variación anual													
2012	-0,8	-2,3	-1,2	-0,1	-3,6	-4,4	-4,7	1,9	-	-	2,7	-0,8	
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-1,9	-0,8	-	-	2,1	1,3	
2014	0,9	0,9	0,9	0,8	1,2	-0,4	3,9	2,0	-	-	3,9	4,2	
2014 IV TR	0,9	1,0	1,4	1,0	0,8	-0,4	2,0	2,3	-	-	4,3	4,8	
2015 I TR	1,2	1,4	1,7	1,2	1,8	0,0	4,9	2,1	-	-	4,8	5,5	
II TR	1,5	1,4	1,9	1,3	1,9	0,5	4,4	1,5	-	-	5,2	5,2	
III TR	1,6	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales													
2014 IV TR	0,4	0,4	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-	
2015 I TR	0,5	0,7	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	-	-	
II TR	0,4	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	-	-	
III TR	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
contribuciones a las tasas de variación anual del PIB; puntos porcentuales													
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,7	-1,9	-1,2	0,3	-0,9	1,5	-	-	
2013	-0,3	-0,6	-0,4	0,0	-0,5	-1,5	-0,4	-0,1	0,2	0,4	-	-	
2014	0,9	0,8	0,5	0,2	0,2	-0,2	0,9	0,3	-0,1	0,0	-	-	
2014 IV TR	0,9	1,0	0,8	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-	-	
2015 I TR	1,2	1,4	1,0	0,2	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-	-	
II TR	1,5	1,3	1,1	0,3	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,3	0,2	-	-	
III TR	1,6	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3 Actividad económica

3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividad inmobiliaria	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2012	8.854,7	148,7	1.733,6	466,7	1.674,8	410,7	441,3	1.016,3	929,8	1.719,3	313,4	994,4
2013	8.945,3	152,9	1.737,8	457,3	1.690,3	414,0	443,2	1.035,0	945,1	1.751,1	318,7	1.007,5
2014	9.090,7	146,6	1.761,7	458,2	1.716,5	418,3	455,0	1.055,9	968,1	1.785,4	324,9	1.036,2
2014 III TR	2.278,0	36,3	442,4	114,0	430,1	104,6	114,0	264,5	242,9	447,8	81,5	259,6
IV TR	2.290,6	35,3	444,5	114,9	434,5	105,4	113,7	266,1	245,1	449,2	81,9	262,2
2015 I TR	2.316,4	35,9	450,6	116,4	439,7	106,1	115,7	267,4	248,1	453,9	82,5	259,5
II TR	2.328,2	36,3	453,9	115,8	443,1	106,7	115,5	269,2	250,4	454,3	82,9	265,6
en porcentaje del valor añadido												
2014	100,0	1,6	19,4	5,0	18,9	4,6	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2014 III TR	0,3	1,2	0,2	-0,6	0,5	0,8	0,2	0,3	0,6	0,1	0,5	0,0
IV TR	0,3	-2,0	0,1	0,5	0,6	0,5	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	1,2
2015 I TR	0,6	1,2	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,2	1,0	0,1	0,2	-0,1
II TR	0,3	0,0	0,4	-0,5	0,4	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,0	0,9
tasas de variación anual												
2012	-0,6	-4,2	-0,9	-6,1	-0,2	2,5	-0,3	0,0	-0,6	0,1	-0,7	-2,6
2013	-0,2	3,5	-0,4	-3,2	-1,0	1,4	-1,2	1,2	0,1	0,3	-0,1	-1,2
2014	0,9	3,4	0,5	-0,9	1,3	2,0	-0,4	1,3	1,5	0,6	0,6	0,8
2014 III TR	0,8	4,5	0,6	-2,0	1,1	2,2	-0,5	1,3	1,4	0,5	0,5	0,5
IV TR	0,8	0,0	0,2	-1,4	1,4	2,0	0,2	1,2	2,0	0,5	0,7	1,9
2015 I TR	1,2	0,4	0,9	-0,8	1,8	2,7	0,6	1,2	2,4	0,6	0,7	2,0
II TR	1,5	0,4	1,4	0,1	2,3	2,5	1,3	1,1	2,6	0,7	0,9	2,0
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2014 III TR	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
IV TR	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2015 I TR	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
II TR	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación anual del valor añadido; puntos porcentuales												
2012	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 III TR	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	-
IV TR	0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015 I TR	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
II TR	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Actividad económica

3.3 Empleo ¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividad inmobiliaria	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2012	100,0	84,9	15,1	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>tasas de variación interanual</i>													
2012	-0,4	-0,5	-0,1	-1,2	-0,7	-4,5	-0,6	1,2	-0,4	0,3	0,8	0,0	0,4
2013	-0,7	-0,6	-0,7	-1,3	-1,4	-4,4	-0,6	0,2	-1,1	-1,0	0,3	0,0	0,4
2014	0,6	0,8	-0,4	0,8	0,0	-1,7	0,8	0,9	-1,1	0,7	2,0	0,7	0,9
2014 III TR	0,8	1,0	-0,6	0,3	0,2	-1,2	1,1	1,2	-0,9	0,7	2,2	0,8	0,9
IV TR	0,8	1,1	-0,5	0,5	0,4	-1,5	0,9	0,7	-1,0	1,2	2,5	0,6	2,0
2015 I TR	0,8	1,0	-0,2	-0,2	0,3	0,1	1,2	0,4	-0,7	1,4	2,6	0,5	0,6
II TR	0,9	1,0	0,2	0,3	0,3	1,0	0,8	0,7	0,0	2,1	2,4	0,5	1,1
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	12,5	21,6	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,8	25,8	2,8	2,8	1,0	12,6	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,6	-2,2	-2,3	-7,1	-2,1	0,6	-1,1	-0,8	-0,4	-0,6	-0,6
2013	-1,3	-1,3	-1,3	-1,6	-1,6	-5,6	-1,2	-0,3	-1,5	-1,9	-0,4	-0,5	-0,7
2014	0,6	0,9	-0,5	0,4	0,4	-1,6	0,7	1,0	-1,4	0,1	1,9	0,9	0,3
2014 III TR	0,5	1,0	-1,1	0,0	0,3	-1,8	0,8	1,1	-1,2	-0,3	2,0	0,6	0,2
IV TR	1,0	1,3	-0,1	1,4	1,0	-1,0	0,9	1,3	-1,4	1,0	2,7	0,8	1,5
2015 I TR	0,7	0,9	-0,2	1,0	0,5	-0,1	0,7	0,6	-1,0	1,9	2,2	0,3	0,8
II TR	1,0	1,1	0,3	1,1	0,7	1,5	0,5	1,3	-0,1	2,7	2,7	0,5	1,0
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,7	-1,5	-0,6	-0,7	-1,1	-1,2	-0,5	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	-1,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,9	-0,7	-0,5	-1,1
2014	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	-0,1	0,2	-0,5
2014 III TR	-0,2	0,0	-0,5	-0,4	0,1	-0,6	-0,2	0,0	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-0,7
IV TR	0,1	0,2	0,5	0,9	0,6	0,5	-0,1	0,6	-0,5	-0,2	0,2	0,2	-0,6
2015 I TR	-0,1	-0,1	0,0	1,3	0,2	-0,2	-0,4	0,3	-0,3	0,4	-0,4	-0,2	0,2
II TR	0,1	0,2	0,1	0,8	0,5	0,6	-0,3	0,5	-0,1	0,6	0,3	0,0	-0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Actividad económica

3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

Población activa, millones ¹⁾	Sub-empleo, % de población activa ¹⁾	Desempleo												Tasa de vacantes ²⁾	
		Total		Desempleo de larga duración, % de población activa	Por edad				Por sexo						
		Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino				
		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	4,0	18,188	11,4	5,2	14,632	10,1	3,556	23,6	9,755	11,3	8,433	11,5	1,6	
2013	159,334	4,6	19,232	12,0	5,9	15,638	10,8	3,594	24,3	10,309	11,9	8,923	12,1	1,5	
2014	160,308	4,6	18,631	11,6	6,1	15,219	10,4	3,413	23,7	9,928	11,5	8,704	11,8	1,7	
2014 IV TR	160,956	4,6	18,418	11,5	6,1	15,104	10,3	3,314	23,2	9,785	11,3	8,633	11,6	1,8	
2015 I TR	160,089	4,7	17,948	11,2	5,9	14,719	10,1	3,229	22,7	9,513	11,0	8,435	11,4	1,7	
II TR	160,446	4,6	17,711	11,0	5,7	14,521	9,9	3,190	22,5	9,418	10,9	8,292	11,2	1,7	
III TR	.	.	17,343	10,8	.	14,224	9,7	3,118	22,1	9,237	10,7	8,106	11,0	.	
2015 May	-	-	17,696	11,0	-	14,519	9,9	3,177	22,4	9,439	10,9	8,257	11,1	-	
Jun	-	-	17,689	11,0	-	14,503	9,9	3,187	22,5	9,408	10,9	8,281	11,2	-	
Jul	-	-	17,417	10,9	-	14,312	9,8	3,105	22,1	9,274	10,7	8,143	11,0	-	
Ago	-	-	17,358	10,8	-	14,231	9,7	3,127	22,2	9,233	10,7	8,125	11,0	-	
Sep	-	-	17,253	10,8	-	14,130	9,7	3,123	22,2	9,203	10,6	8,050	10,9	-	
Oct	-	-	17,240	10,7	-	14,093	9,6	3,148	22,3	9,240	10,7	8,000	10,8	-	

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

% del total en 2010	Producción industrial						Produc-	Índicador del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matricula-		
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad						Total	Alimen-	No aliem-	Com-			
	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía	7			8	9	10	11			
	1	2	3	4	5	6			100,0	100,0	39,3	51,5	100,0		
	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		
	Tasas de variación interanual												13		
2012	-2,4	-2,6	-4,4	-1,0	-2,5	-0,1	-5,8	-3,7	-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	2,3	0,3	3,8		
2014 IV TR	0,3	0,9	-0,4	0,8	2,6	-3,2	-0,8	2,9	1,9	0,7	2,8	1,4	1,7		
2015 I TR	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,4	4,6	-1,5	1,2	2,1	1,0	3,1	2,1	9,0		
II TR	1,3	1,6	0,9	2,7	0,8	-1,1	-0,6	5,5	2,2	1,3	3,2	2,5	6,9		
III TR	1,9	2,2	1,0	2,5	2,6	0,3	-0,9	2,0	2,8	2,2	3,2	4,1	9,4		
2015 May	1,7	2,3	2,1	3,9	0,3	-3,7	0,3	5,2	2,5	1,8	3,3	2,2	6,8		
Jun	1,5	1,8	0,7	2,1	2,3	-0,2	-1,0	7,7	1,9	0,6	3,1	2,7	7,5		
Jul	1,8	1,6	0,0	1,8	2,7	3,8	-0,3	3,2	3,2	2,3	3,6	3,0	9,9		
Ago	2,2	2,7	1,1	4,0	2,8	-1,6	-1,4	3,4	2,2	2,6	2,0	4,1	8,3		
Sep	1,7	2,3	1,8	2,2	2,2	-1,4	1,8	-0,6	2,9	1,6	4,0	5,3	9,8		
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,8
	Tasas de variación intermensual (d.)														
2015 May	-0,1	0,3	0,3	1,3	-0,5	-2,7	0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	-0,5	-1,5		
Jun	-0,3	-0,8	-0,3	-1,5	-0,5	2,9	-0,8	1,8	0,0	-0,4	0,3	0,4	1,6		
Jul	0,7	0,8	-0,4	1,6	1,2	2,0	0,4	-1,5	0,6	0,5	0,6	0,3	2,2		
Ago	-0,4	-0,2	0,3	-1,0	0,1	-3,0	0,5	-1,6	0,0	0,6	-0,5	1,6	-0,9		
Sep	-0,3	-0,5	0,0	-0,3	-1,3	1,2	-0,4	-2,6	-0,1	-0,6	0,1	0,0	0,8		
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,9

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 (saldo neto, 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 manufac-turas	Producto de las manufac-turas	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	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-21,9	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,5	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 IV TR	100,9	-4,5	80,8	-11,2	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 I TR	102,6	-4,0	81,1	-6,2	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
II TR	103,7	-3,2	81,1	-5,1	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
III TR	104,6	-3,0	81,3	-6,9	-23,2	2,9	10,5	88,4	52,3	53,6	54,0	53,9
2015 Jun	103,5	-3,4	-	-5,5	-24,2	-1,3	7,9	-	52,5	53,6	54,4	54,2
Jul	104,0	-2,9	81,1	-7,0	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9
Ago	104,1	-3,7	-	-6,7	-22,7	3,5	10,1	-	52,3	53,9	54,4	54,3
Sep	105,6	-2,3	-	-7,0	-23,2	4,2	12,4	-	52,0	53,4	53,7	53,6
Oct	106,1	-2,0	81,5	-7,5	-20,7	6,4	12,3	88,7	52,3	53,6	54,1	53,9
Nov	106,1	-3,2	-	-5,9	-17,8	5,8	12,8	-	52,8	54,0	54,6	54,4

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) ¹⁾	Hogares							Sociedades no financieras					
	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación	
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada)	Tasas de variación interanual						Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	12,5	97,8	-1,8	1,7	-5,1	0,6	-2,3	30,6	1,1	133,7	1,5	-6,7	1,2
2013	12,7	96,4	-0,4	1,3	-4,1	0,4	-2,2	32,0	3,0	132,2	2,3	-1,0	1,0
2014	12,7	95,7	0,7	1,9	1,0	2,6	0,8	32,5	3,9	132,9	1,8	3,5	1,0
2014 III TR	12,8	95,5	1,3	1,8	-0,9	2,8	0,4	32,0	3,3	132,1	1,7	3,0	0,8
IV TR	12,7	95,7	0,8	1,9	1,0	2,6	0,8	32,5	3,9	133,3	1,8	2,1	1,0
2015 I TR	12,7	95,3	1,9	1,9	-0,3	3,6	1,2	32,6	4,1	135,3	2,7	2,1	1,4
II TR	12,8	95,0	2,0	1,9	-0,2	2,4	1,2	33,2	4,8	134,7	3,2	6,0	1,6

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 ¹⁾	
	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 IV TR	864,3	794,4	69,8	508,6	434,1	179,2	164,5	152,2	136,7	24,2	59,1	12,7	6,0
2015 I TR	875,6	794,4	81,1	512,0	436,0	184,2	169,0	153,8	130,0	25,6	59,4	8,7	7,5
II TR	891,1	812,1	79,0	525,0	442,6	186,8	171,0	152,7	138,2	26,7	60,3	9,6	37,2
III TR	875,1	801,6	73,5	511,7	432,1	185,9	173,1	152,0	138,6	25,5	57,8	9,2	4,5
2015 Abr	298,2	271,1	27,2	174,9	147,7	61,7	57,0	53,1	46,0	8,4	20,3	2,8	1,2
May	297,6	272,6	24,9	174,7	148,1	63,0	56,9	50,4	46,4	9,4	21,2	3,6	1,5
Jun	295,3	268,4	26,9	175,3	146,8	62,0	57,1	49,1	45,8	8,9	18,7	3,3	34,4
Jul	295,5	270,1	25,4	173,8	146,0	62,0	58,1	51,4	46,5	8,4	19,4	3,2	1,6
Ago	288,7	269,9	18,7	166,9	144,9	62,6	58,1	50,0	46,2	9,2	20,8	3,3	1,2
Sep	291,0	261,6	29,4	171,0	141,2	61,4	56,8	50,7	45,9	7,9	17,7	2,7	1,7
transacciones acumuladas de 12 meses													
2015 Sep	3.506,1	3.202,6	303,5	2.057,3	1.744,9	736,1	677,6	610,6	543,4	102,0	236,6	40,2	55,1
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB													
2015 Sep	34,2	31,2	3,0	20,1	17,0	7,2	6,6	6,0	5,3	1,0	2,3	0,4	0,5

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

3.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro¹⁾, en términos nominales y reales por grupos de productos²⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

Exporta- ciones	Importa- ciones	Total (s.d.)			Exportaciones (FOB)			Pro memoria: Manu- facturas	Importaciones (CIF)					
		Total			Bienes intermedios				Total			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 IV TR	4,1	0,1	499,2	237,4	103,0	145,7	408,9	437,0	261,6	64,2	104,1	294,7	66,1	
2015 I TR	5,6	1,8	509,5	241,5	105,1	149,5	421,9	447,6	259,8	70,1	109,6	315,1	55,4	
II TR	8,2	3,9	513,7	242,5	105,3	153,6	428,7	452,2	264,7	69,5	110,5	316,0	59,9	
III TR	4,4	0,7	506,7				421,0	445,0				313,5		
2015 Abr	9,1	5,1	171,3	81,5	35,3	51,0	143,2	151,2	88,8	23,9	36,3	106,4	19,7	
May	2,8	0,0	170,4	80,4	34,4	50,9	141,9	148,8	87,3	22,5	36,6	102,8	20,6	
Jun	12,7	6,5	172,0	80,6	35,6	51,7	143,6	152,1	88,6	23,1	37,6	106,7	19,6	
Jul	7,0	0,7	172,7	79,7	35,2	52,5	143,4	150,1	86,3	23,1	37,6	105,8	18,2	
Ago	5,5	2,8	166,1	77,2	34,2	50,8	137,7	147,1	83,6	22,8	37,6	103,3	16,9	
Sep	0,9	-1,0	167,9				139,9	147,8				104,4		
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)														
2014 IV TR	2,9	2,3	118,0	113,9	120,6	122,0	117,4	102,7	102,7	100,3	104,1	104,8	97,7	
2015 I TR	2,6	5,1	119,1	115,2	120,6	123,3	118,9	106,4	106,5	105,0	106,3	108,6	105,9	
II TR	3,0	2,4	117,2	113,6	118,8	121,7	118,1	103,7	103,9	100,6	104,9	106,6	99,4	
III TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Mar	7,3	10,5	119,5	115,9	118,7	124,5	119,7	107,9	108,2	105,9	108,9	110,0	108,8	
Apr	3,5	3,3	117,4	114,5	119,4	122,2	118,5	104,1	104,6	103,6	103,5	107,3	101,4	
May	-2,6	-2,3	116,4	112,7	116,8	120,4	117,1	101,9	101,9	98,6	103,7	104,1	99,6	
Jun	8,1	6,1	117,8	113,7	120,2	122,5	118,7	105,0	105,2	99,6	107,4	108,3	97,2	
Jul	3,0	1,8	118,7	113,0	118,9	125,4	118,8	105,8	104,8	103,4	108,1	108,3	96,7	
Ago	2,0	5,2	114,7	110,4	115,1	121,5	113,8	104,5	104,9	98,2	106,0	103,9	100,2	

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Las diferencias entre la cuenta de bienes de la balanza de pagos del BCE (cuadro 3.8) y el comercio exterior de bienes de Eurostat (cuadro 3.9) se deben fundamentalmente a distintas definiciones.

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

4 Precios y costes

4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total			Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)								Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2005 = 100	Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	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 IV TR	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,1	0,3	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2015 I TR	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,6	0,1	-4,2	0,3	-0,5	1,2
II TR	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,7	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9
III TR	117,8	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,8
2015 Jun	118,5	0,2	0,8	-0,4	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,9
Jul	117,7	0,2	1,0	-0,5	1,2	0,0	0,0	-0,6	0,1	-0,7	0,2	0,1	0,9
Ago	117,7	0,1	0,9	-0,7	1,2	-0,1	0,1	1,2	0,0	-2,2	0,1	0,0	0,9
Sep	118,0	-0,1	0,9	-1,1	1,2	-0,1	0,0	0,6	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,7
Oct	118,2	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,0	0,4	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,7
Nov ²⁾	118,0	0,1	0,9	.	1,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	.	.
	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 IV TR	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 TR	0,3	0,5	0,1	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2	
II TR	1,1	0,7	1,8	-1,3	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2	
III TR	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,4	-0,4	1,6	1,0	
2015 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	1,3	0,6	2,4	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,2	-0,4	1,7	1,0	
Sep	1,4	0,6	2,7	-2,4	0,3	-8,9	1,3	1,1	1,4	-0,1	1,6	1,1	
Oct	1,6	0,6	3,2	-2,1	0,6	-8,5	1,2	1,1	1,4	-0,1	1,8	1,2	
Nov ²⁾	1,5	0,7	2,6	.	0,5	-7,3	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

4 Precios y costes

4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales excluida la construcción										Construcción	Precios de los inmuebles residenciales ¹⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ¹⁾								
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Industria excluidas construcción y energía					Energía												
		Industria manufac-turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo															
			Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Total	Alimen-tación, bebidas y tabaco	No ali-men-tación													
% del total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9	11	12	13								
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	-0,1								
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	-1,1								
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,1								
2014 IV TR	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,7	2,4								
2015 I TR	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,3	1,0	2,5								
II TR	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,0	3,2								
III TR	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	-	-	-								
2015 May	104,9	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,3	0,0	-6,2	-	-	-								
Jun	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	-	-	-								
Jul	104,7	-2,1	-2,0	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,3	0,1	-6,5	-	-	-								
Ago	103,9	-2,6	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,2	-8,2	-	-	-								
Sep	103,5	-3,2	-3,0	-0,6	-1,5	0,6	-0,4	-0,6	0,2	-10,0	-	-	-								
Oct	103,2	-3,1	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,2	0,2	-9,7	-	-	-								

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

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

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 (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exporta-ciones ¹⁾	Importa-ciones ¹⁾		Ponderados por las importaciones ²⁾		Ponderados por el destino ²⁾				
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali-men-tación	No ali-men-tación	Total	Ali-men-tación	No ali-men-tación	
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% 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	1,0	1,1	1,2	0,5	-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	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7	
2014 IV TR	105,0	0,9	0,3	0,3	0,8	0,6	-0,4	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7	
2015 I TR	105,4	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,6	-0,2	-2,6	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7	
II TR	105,7	1,2	0,4	0,3	0,7	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6	
III TR	-	-	-	-	-	-	-	-	46,1	-6,5	6,5	-13,1	-3,3	5,8	-10,6	
2015 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	-8,1	4,4	-14,4	-4,4	5,2	-12,1	
Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	-7,9	3,9	-13,8	-6,0	2,4	-12,6	
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	43,9	-8,3	3,8	-14,6	-6,9	0,8	-13,3	
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-8,0	5,8	-15,5	-8,8	-2,2	-14,5	

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 (saldo 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	34,1	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	29,9	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,4	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 IV TR	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2015 I TR	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
II TR	-1,1	3,3	3,0	-15,4	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
III TR	-1,8	1,1	2,4	-13,0	-0,1	49,5	53,6	49,9	49,9
2015 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	-2,0	3,0	2,2	-13,0	0,3	49,6	53,1	50,5	49,9
Sep	-3,3	-0,6	2,9	-12,1	-1,6	44,6	53,5	48,7	50,4
Oct	-2,3	2,1	4,8	-10,3	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9
Nov	-0,7	2,3	4,1	-9,3	-0,4	45,6	53,3	49,3	49,7

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 ¹⁾	
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente economía de no mercado		
% del total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	7	
	1	2	3	4	5	6		
2012	100,0	2,1	2,1	2,1	2,4	1,3	2,2	
2013	101,3	1,3	1,4	1,2	1,2	1,7	1,8	
2014	102,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,7	
2014 IV TR	108,0	1,3	1,1	1,5	1,1	1,5	1,7	
2015 I TR	97,5	1,9	2,0	1,4	1,9	1,9	1,4	
II TR	108,0	1,6	1,9	0,4	1,6	1,4	1,5	
III TR	.	.	.	.	.	.	1,6

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 financie- ras y de seguros	Activi- dad inmo- biliaria	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Costes laborales unitarios												
2012	102,5	1,9	3,2	2,1	4,1	1,3	0,3	0,9	1,4	3,6	0,7	2,9
2013	103,7	1,2	-0,9	1,7	0,3	1,2	-0,5	2,1	-2,2	1,2	1,6	1,6
2014	105,0	1,2	-3,7	1,6	0,7	0,8	1,2	1,2	0,8	2,5	1,3	1,2
2014 III TR	105,2	1,3	-5,0	1,6	1,4	1,2	1,0	1,4	1,2	2,8	1,3	1,2
IV TR	105,3	1,3	-0,8	2,3	1,1	0,6	1,4	1,2	1,2	2,3	1,4	1,4
2015 I TR	105,5	0,9	0,3	1,2	1,6	0,5	-0,3	0,1	3,1	2,1	1,3	0,5
II TR	105,6	0,8	1,2	0,8	1,5	0,0	1,0	-0,1	2,3	1,5	1,2	0,9
Remuneración por asalariado												
2012	103,6	1,5	0,1	1,9	2,4	1,7	1,6	1,0	1,1	2,1	0,8	1,8
2013	105,3	1,6	3,9	2,7	1,5	0,9	0,7	1,9	-0,1	1,0	1,8	1,1
2014	106,8	1,4	-1,2	2,2	1,6	1,3	2,3	2,0	1,4	1,9	1,2	1,0
2014 III TR	107,1	1,3	-1,0	1,9	0,6	1,2	2,0	1,9	1,8	2,1	1,1	0,8
IV TR	107,5	1,3	-1,3	2,1	1,2	1,1	2,6	2,4	1,2	1,7	1,3	0,1
2015 I TR	108,1	1,4	0,9	1,8	0,6	1,1	2,1	1,4	2,9	2,0	1,4	0,6
II TR	108,2	1,4	1,3	1,9	0,7	1,4	2,8	1,2	1,3	1,7	1,4	0,7
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2012	101,1	-0,4	-3,0	-0,2	-1,7	0,4	1,3	0,1	-0,3	-1,5	0,1	-1,1
2013	101,5	0,4	4,8	1,0	1,2	-0,4	1,2	-0,1	2,1	-0,2	0,3	-0,5
2014	101,8	0,3	2,6	0,6	0,9	0,5	1,1	0,7	0,5	-0,5	-0,1	-0,2
2014 III TR	101,8	0,0	4,2	0,4	-0,8	0,0	1,0	0,5	0,7	-0,7	-0,2	-0,4
IV TR	102,1	0,1	-0,6	-0,2	0,1	0,5	1,3	1,2	0,0	-0,6	-0,1	-1,3
2015 I TR	102,4	0,4	0,6	0,6	-0,9	0,6	2,3	1,3	-0,2	-0,2	0,1	0,1
II TR	102,5	0,7	0,1	1,2	-0,8	1,4	1,8	1,3	-1,0	0,2	0,3	-0,1
Remuneración por hora trabajada												
2012	104,8	2,9	2,1	3,6	5,3	3,5	2,0	1,5	1,7	3,2	1,3	2,7
2013	107,2	2,2	3,9	2,9	2,9	1,6	1,1	2,5	1,1	2,0	2,2	2,1
2014	108,6	1,4	-0,5	1,8	1,4	1,3	2,0	2,2	1,6	1,8	1,0	1,4
2014 III TR	108,8	1,4	-0,4	1,8	0,7	1,3	1,7	1,9	1,7	1,7	1,2	1,5
IV TR	109,0	1,2	-1,2	1,5	0,9	1,0	1,7	2,8	1,3	1,5	1,1	0,7
2015 I TR	109,8	1,4	0,5	1,7	0,5	1,4	1,1	1,9	2,9	2,1	1,6	0,2
II TR	109,9	1,3	0,6	1,6	-0,1	1,5	1,8	1,4	0,3	1,3	1,4	0,9
Productividad del trabajo por hora												
2012	102,4	1,0	-2,0	1,4	1,1	1,9	1,8	0,8	0,8	-0,3	0,6	-0,1
2013	103,4	1,0	5,1	1,2	2,5	0,2	1,7	0,3	3,1	0,6	0,7	0,6
2014	103,7	0,3	3,0	0,1	0,7	0,6	1,0	1,1	1,2	-0,4	-0,3	0,3
2014 III TR	103,7	0,2	4,6	0,3	-0,2	0,2	1,1	0,7	1,7	-0,6	-0,1	0,3
IV TR	103,7	-0,1	-1,4	-0,9	-0,4	0,6	0,6	1,7	0,2	-0,8	-0,3	-0,7
2015 I TR	104,2	0,5	-0,7	0,4	-0,7	1,1	2,1	1,7	-0,7	0,2	0,3	-0,1
II TR	104,3	0,6	-0,7	0,7	-1,4	1,7	1,2	1,4	-1,6	-0,1	0,2	0,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Dinero y crédito

5.1 Agregados monetarios ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años			
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses					10	11	12	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2012	864,1	4.233,3	5.097,4	1.798,6	2.099,6	3.898,2	8.995,6	126,0	483,3	181,0	790,4	9.786,0
2013	909,7	4.476,3	5.386,1	1.683,3	2.142,8	3.826,1	9.212,1	121,4	418,1	86,5	626,9	9.838,1
2014	968,5	4.952,5	5.921,1	1.598,4	2.149,2	3.747,6	9.668,7	123,9	427,7	104,4	656,0	10.324,7
2014 IV TR	968,5	4.952,5	5.921,1	1.598,4	2.149,2	3.747,6	9.668,7	123,9	427,7	104,4	656,0	10.324,7
2015 I TR	993,5	5.155,4	6.148,9	1.529,2	2.150,0	3.679,1	9.828,0	125,8	437,5	96,4	659,7	10.487,6
II TR	1.014,0	5.298,8	6.312,8	1.480,0	2.160,7	3.640,7	9.953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10.583,4
III TR	1.028,2	5.425,3	6.453,5	1.449,1	2.164,6	3.613,7	10.067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10.696,3
2015 May	1.006,4	5.258,0	6.264,3	1.489,7	2.156,9	3.646,6	9.911,0	110,1	444,0	94,9	649,1	10.560,0
Jun	1.014,0	5.298,8	6.312,8	1.480,0	2.160,7	3.640,7	9.953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10.583,4
Jul	1.020,2	5.364,7	6.384,9	1.471,3	2.161,8	3.633,2	10.018,1	105,0	456,2	86,5	647,6	10.665,7
Ago	1.025,0	5.383,8	6.408,8	1.460,3	2.164,0	3.624,3	10.033,1	102,4	446,2	80,4	629,0	10.662,1
Sep	1.028,2	5.425,3	6.453,5	1.449,1	2.164,6	3.613,7	10.067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10.696,3
Oct ^(p)	1.029,9	5.487,6	6.517,5	1.438,1	2.164,4	3.602,5	10.120,0	106,8	473,9	78,2	658,8	10.778,8
	Operaciones											
2012	20,4	294,0	314,4	-38,5	115,5	77,0	391,4	-16,9	-20,2	-18,3	-55,4	335,9
2013	45,6	250,3	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,6	437,8	-91,0	3,6	-87,3	350,5	1,0	10,8	12,5	24,3	374,8
2014 IV TR	20,0	147,3	167,3	-47,4	-5,5	-52,9	114,5	-3,1	10,1	19,1	26,1	140,6
2015 I TR	23,8	166,9	190,7	-56,7	1,6	-55,2	135,5	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,5
II TR	20,5	151,6	172,0	-47,8	11,0	-36,7	135,3	-35,2	3,6	3,9	-27,7	107,6
III TR	14,3	129,0	143,3	-35,4	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,6	8,3	119,3
2015 May	4,4	62,4	66,8	-27,8	4,3	-23,5	43,3	-18,4	-6,0	-12,6	-37,0	6,3
Jun	7,6	45,5	53,1	-8,8	3,8	-5,0	48,1	-19,7	-3,0	4,8	-17,9	30,2
Jul	6,3	61,9	68,2	-13,8	1,2	-12,6	55,6	14,5	15,1	-12,0	17,7	73,3
Ago	4,7	24,5	29,2	-9,4	2,3	-7,1	22,1	-2,3	2,2	-2,6	-2,6	19,5
Sep	3,2	42,6	45,9	-12,2	-0,4	-12,6	33,3	-4,1	1,3	-4,0	-6,7	26,5
Oct ^(p)	1,7	58,1	59,8	-12,4	-0,2	-12,6	47,2	8,2	16,4	5,8	30,4	77,6
	Tasas de crecimiento											
2012	2,4	7,4	6,5	-2,1	5,9	2,0	4,5	-11,4	-3,9	-9,7	-6,5	3,5
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,3	3,9	3,8
2014 IV TR	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,3	3,9	3,8
2015 I TR	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,3	5,6	4,7
II TR	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,3	0,5	4,9
III TR	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
2015 May	8,3	12,0	11,4	-10,2	0,4	-4,2	5,0	-9,5	7,7	14,6	4,7	5,0
Jun	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,3	0,5	4,9
Jul	8,9	12,9	12,2	-11,4	0,5	-4,7	5,4	-19,2	8,0	17,2	2,7	5,2
Ago	8,6	12,1	11,5	-11,3	0,6	-4,6	5,1	-21,1	9,5	7,8	2,4	4,9
Sep	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
Oct ^(p)	8,1	12,5	11,8	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,2	8,4	3,4	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 M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Institucio- nes finan- cieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Adminis- traciones Públi- cas ⁴⁾
	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	1.618,4	1.101,2	404,8	101,9	10,5	5.309,1	2.358,9	976,4	1.962,8	10,9	812,7	210,3	307,0
2013	1.710,5	1.186,7	397,8	109,8	16,2	5.413,6	2.539,7	874,7	1.994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1.814,9	1.318,6	365,7	111,4	19,2	5.557,2	2.751,2	809,5	1.993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2014 IV TR	1.814,9	1.318,6	365,7	111,4	19,2	5.557,2	2.751,2	809,5	1.993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2015 I TR	1.848,1	1.381,7	340,2	111,4	14,9	5.598,2	2.839,3	762,8	1.992,3	3,8	948,2	225,7	340,2
II TR	1.858,0	1.410,7	322,7	112,4	12,2	5.647,1	2.910,6	735,0	1.998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
III TR	1.900,8	1.451,1	324,2	115,3	10,1	5.695,2	2.987,2	707,3	1.997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
2015 May	1.855,1	1.404,5	326,4	112,1	12,2	5.624,4	2.878,5	745,8	1.996,3	3,9	960,0	229,1	346,1
Jun	1.858,0	1.410,7	322,7	112,4	12,2	5.647,1	2.910,6	735,0	1.998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
Jul	1.889,2	1.438,2	325,1	113,4	12,6	5.664,6	2.942,4	722,4	1.996,7	3,2	968,9	232,1	348,0
Ago	1.889,1	1.441,8	325,2	114,0	8,2	5.674,5	2.959,9	714,7	1.996,8	3,1	968,1	224,7	354,2
Sep	1.900,8	1.451,1	324,2	115,3	10,1	5.695,2	2.987,2	707,3	1.997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
Oct ^(p)	1.937,8	1.493,9	316,9	116,9	10,1	5.706,1	3.002,8	705,5	1.994,3	3,5	964,8	222,2	365,9
Operaciones													
2012	71,7	99,5	-33,9	10,2	-4,1	222,7	99,7	35,3	100,4	-12,7	18,7	15,2	25,7
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,3	91,2	-25,6	1,2	2,4	141,1	209,7	-65,8	-1,1	-1,7	53,7	7,5	21,7
2014 IV TR	6,8	19,6	-15,3	-1,8	4,4	30,0	68,5	-33,5	-3,1	-1,9	62,1	-5,3	-2,2
2015 I TR	29,3	48,9	-14,9	-0,1	-4,6	38,8	79,2	-41,1	-0,1	0,8	35,3	1,5	7,5
II TR	13,5	31,8	-16,6	1,0	-2,6	50,8	73,2	-28,0	6,6	-1,0	11,7	2,8	0,9
III TR	42,2	40,8	0,3	3,1	-2,1	48,4	77,8	-27,7	-1,9	0,2	11,1	-10,2	13,4
2015 May	6,9	14,4	-7,6	-0,6	0,8	11,5	18,9	-10,8	3,1	0,4	-0,3	0,5	1,9
Jun	4,8	7,7	-3,2	0,3	0,1	23,6	33,1	-10,8	2,4	-1,1	-1,7	-0,8	-5,1
Jul	27,3	25,8	0,1	1,1	0,4	16,6	31,2	-13,0	-1,9	0,4	11,0	3,6	5,2
Ago	2,7	5,6	0,7	0,7	-4,4	11,1	18,4	-7,4	0,2	-0,1	2,3	-7,2	6,2
Sep	12,2	9,4	-0,5	1,3	2,0	20,7	28,2	-7,3	-0,2	-0,1	-2,2	-6,6	1,9
Oct ^(p)	34,9	41,2	-7,8	1,6	0,0	10,1	15,0	-2,1	-3,4	0,5	-4,9	4,3	9,4
Tasas de crecimiento													
2012	4,7	9,8	-7,7	13,6	-26,5	4,4	4,4	3,7	5,4	-53,8	2,3	7,9	9,3
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2014 IV TR	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015 I TR	4,7	9,9	-9,8	0,5	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,7	-0,5	5,2
II TR	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
III TR	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
2015 May	4,4	10,8	-13,7	0,7	-23,6	2,9	10,2	-12,7	0,2	-25,1	13,8	1,5	8,4
Jun	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
Jul	5,5	12,1	-14,0	1,0	-10,7	3,1	11,2	-15,0	0,1	-35,4	14,4	-1,9	5,6
Ago	4,8	11,2	-13,3	1,2	-48,2	2,9	10,9	-15,3	0,1	-36,9	14,5	-5,6	6,1
Sep	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
Oct ^(p)	7,1	12,9	-11,4	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-26,0	10,9	-3,8	9,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro									
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios		
					Total	Ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos ²⁾	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos													
2012	3.408,9	1.169,7	2.239,3	13.070,2	10.858,3	11.263,1	4.543,9	5.244,0	981,1	89,3	1.437,9	774,1	
2013	3.405,0	1.096,7	2.308,2	12.708,9	10.544,2	10.929,3	4.353,4	5.222,8	869,2	98,7	1.364,8	799,9	
2014	3.606,3	1.132,1	2.474,1	12.563,2	10.511,0	10.918,5	4.278,8	5.200,4	903,0	128,9	1.277,6	774,7	
2014 IV TR	3.606,3	1.132,1	2.474,1	12.563,2	10.511,0	10.918,5	4.278,8	5.200,4	903,0	128,9	1.277,6	774,7	
2015 I TR	3.671,9	1.148,5	2.523,5	12.673,8	10.611,7	11.009,0	4.308,0	5.234,0	935,1	134,7	1.274,0	788,1	
II TR	3.680,7	1.137,4	2.543,3	12.635,4	10.592,2	10.987,0	4.291,3	5.258,6	906,8	135,5	1.253,8	789,4	
III TR	3.816,1	1.127,1	2.689,1	12.651,4	10.563,9	10.962,2	4.275,0	5.276,8	890,9	121,2	1.310,2	777,3	
2015 May	3.694,6	1.143,3	2.551,3	12.661,3	10.605,7	11.003,7	4.300,7	5.242,3	921,6	141,1	1.263,6	792,0	
Jun	3.680,7	1.137,4	2.543,3	12.635,4	10.592,2	10.987,0	4.291,3	5.258,6	906,8	135,5	1.253,8	789,4	
Jul	3.729,4	1.132,3	2.597,1	12.711,9	10.606,0	11.005,5	4.297,5	5.261,5	915,4	131,6	1.302,8	803,0	
Ago	3.767,1	1.132,3	2.634,8	12.696,6	10.599,0	11.001,2	4.290,9	5.268,8	910,8	128,6	1.305,9	791,7	
Sep	3.816,1	1.127,1	2.689,1	12.651,4	10.563,9	10.962,2	4.275,0	5.276,8	890,9	121,2	1.310,2	777,3	
Oct (p)	3.835,1	1.119,0	2.716,2	12.692,8	10.605,9	11.001,6	4.290,6	5.301,1	890,2	124,0	1.295,3	791,6	
Operaciones													
2012	184,2	-4,0	188,2	-99,8	-69,8	-54,1	-108,0	25,5	14,5	-1,9	-68,7	38,7	
2013	-25,0	-73,5	48,6	-305,7	-247,8	-268,5	-132,8	-3,9	-120,9	9,7	-72,7	14,9	
2014	72,7	16,3	56,4	-105,1	-49,4	-31,3	-58,7	-15,2	12,8	11,7	-90,1	34,4	
2014 IV TR	44,8	10,4	34,4	2,3	19,7	15,2	2,1	7,2	5,1	5,4	-33,9	16,4	
2015 I TR	39,8	16,2	23,6	33,4	44,9	31,1	7,6	19,2	12,8	5,3	-4,2	-7,3	
II TR	57,9	-10,7	68,6	0,3	8,0	2,0	-1,2	30,7	-22,6	1,0	-15,1	7,3	
III TR	112,1	-10,2	122,3	54,8	-8,7	-3,0	-5,7	23,8	-12,4	-14,4	65,1	-1,6	
2015 May	11,7	-7,0	18,6	4,8	0,1	1,6	-1,9	7,3	-10,1	4,8	-2,4	7,2	
Jun	11,5	-5,5	17,0	-3,2	0,6	-9,1	-1,0	18,1	-11,0	-5,6	-6,7	3,0	
Jul	30,2	-4,0	34,1	70,3	14,2	21,0	5,3	4,1	8,9	-4,0	47,7	8,4	
Ago	47,0	-0,1	47,1	14,6	3,6	4,2	-1,1	9,1	-1,5	-3,0	11,8	-0,7	
Sep	35,0	-6,1	41,1	-30,2	-26,5	-28,3	-9,9	10,6	-19,7	-7,4	5,6	-9,3	
Oct (p)	9,7	-8,2	17,9	23,5	35,9	34,9	16,5	15,0	1,7	2,7	-19,9	7,6	
Tasas de crecimiento													
2012	5,8	-0,3	9,4	-0,7	-0,6	-0,5	-2,3	0,5	1,5	-2,1	-4,5	5,3	
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9	
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,3	
2014 IV TR	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,3	
2015 I TR	2,8	1,9	3,2	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	2,9	
II TR	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,4	2,9	
III TR	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	0,9	1,8	
2015 May	3,9	0,9	5,3	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,0	-1,1	26,7	-4,9	4,0	
Jun	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,4	2,9	
Jul	5,5	0,8	7,7	0,7	0,9	0,6	0,2	1,3	0,8	10,1	-2,0	3,1	
Ago	6,3	1,0	8,8	1,0	1,0	0,7	0,2	1,4	0,5	12,4	-0,4	3,1	
Sep	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	0,9	1,8	
Oct (p)	6,9	0,2	9,9	0,9	1,0	0,8	0,5	1,7	-1,6	1,7	-0,1	2,3	

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 euro¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾				Hogares ³⁾				
	Total		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 ⁴⁾	2	3	4	5	Ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos ⁴⁾	7	8	9
Saldos vivos									
2012	4.543,9	4.604,6	1.128,1	795,6	2.620,2	5.244,0	5.579,9	602,1	3.825,1
2013	4.353,4	4.407,5	1.066,0	740,7	2.546,7	5.222,8	5.546,6	573,7	3.852,7
2014	4.278,8	4.334,6	1.081,5	724,8	2.472,5	5.200,4	5.545,1	563,4	3.861,0
2014 IV TR	4.278,8	4.334,6	1.081,5	724,8	2.472,5	5.200,4	5.545,1	563,4	3.861,0
2015 I TR	4.308,0	4.363,8	1.089,9	738,6	2.479,5	5.234,0	5.570,9	567,8	3.890,9
II TR	4.291,3	4.347,6	1.080,9	743,1	2.467,3	5.258,6	5.589,8	578,7	3.908,9
III TR	4.275,0	4.333,9	1.058,3	746,2	2.470,6	5.276,8	5.610,5	582,4	3.925,8
2015 May	4.300,7	4.357,0	1.086,2	742,6	2.471,8	5.242,3	5.578,8	568,5	3.900,5
Jun	4.291,3	4.347,6	1.080,9	743,1	2.467,3	5.258,6	5.589,8	578,7	3.908,9
Jul	4.297,5	4.355,6	1.082,2	744,2	2.471,2	5.261,5	5.597,3	579,6	3.911,9
Ago	4.290,9	4.349,9	1.083,7	743,0	2.464,2	5.268,8	5.605,9	581,6	3.917,2
Sep	4.275,0	4.333,9	1.058,3	746,2	2.470,6	5.276,8	5.610,5	582,4	3.925,8
Oct ^(p)	4.290,6	4.351,0	1.062,3	756,3	2.472,1	5.301,1	5.628,8	594,7	3.939,1
Operaciones									
2012	-108,0	-74,2	6,1	-51,4	-62,7	25,5	8,0	-17,7	48,3
2013	-132,8	-145,0	-44,4	-44,5	-43,9	-3,9	-14,8	-18,1	27,3
2014	-58,7	-62,3	-13,7	1,4	-46,4	-15,2	6,2	-3,0	-3,4
2014 IV TR	2,1	-1,1	-4,9	7,4	-0,4	7,2	3,9	-1,7	10,7
2015 I TR	7,6	4,8	-1,1	7,3	1,4	19,2	11,1	2,0	17,4
II TR	-1,2	0,0	-3,7	7,0	-4,4	30,7	21,1	9,3	22,5
III TR	-5,7	-0,5	-19,2	4,3	9,1	23,8	25,0	5,2	19,1
2015 May	-1,9	-0,4	-4,0	3,9	-1,8	7,3	4,6	1,4	6,8
Jun	-1,0	-2,4	-2,2	1,7	-0,5	18,1	8,3	8,2	10,3
Jul	5,3	8,9	0,7	0,5	4,0	4,1	8,8	1,5	3,3
Ago	-1,1	0,0	3,9	-0,1	-4,9	9,1	8,0	2,4	6,4
Sep	-9,9	-9,4	-23,8	3,9	10,0	10,6	8,2	1,3	9,5
Oct ^(p)	16,5	19,3	3,2	10,7	2,6	15,0	9,1	3,0	12,9
Tasas de crecimiento									
2012	-2,3	-1,6	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,1	-2,8	1,3
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7
2014	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1
2014 IV TR	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1
2015 I TR	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1
II TR	-0,2	-0,4	-1,2	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6
III TR	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8
2015 May	-0,2	-0,3	0,4	2,4	-1,2	1,0	0,5	0,5	1,4
Jun	-0,2	-0,4	-1,2	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6
Jul	0,2	0,1	-0,6	2,5	-0,2	1,3	0,8	2,0	1,6
Ago	0,2	0,2	0,0	2,5	-0,4	1,4	1,0	2,7	1,6
Sep	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8
Oct ^(p)	0,5	0,6	-2,3	5,1	0,4	1,7	1,2	2,8	2,0

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 euro¹⁾

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

Tenencias de la Administración Central ^[2]	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 ^[3]	Adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central ^[3]	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2012	305,7	7.577,2	2.394,1	105,9	2.681,7	2.395,5	1.019,5	170,3	260,8	201,2
2013	261,7	7.310,9	2.371,1	91,5	2.507,2	2.341,0	1.146,5	150,3	183,8	122,1
2014	264,6	7.184,0	2.250,6	92,0	2.384,4	2.457,0	1.385,8	217,9	184,5	139,8
2014 IV TR	264,6	7.184,0	2.250,6	92,0	2.384,4	2.457,0	1.385,8	217,9	184,5	139,8
2015 I TR	283,2	7.312,3	2.258,6	90,4	2.396,4	2.566,8	1.505,4	232,1	234,8	159,1
II TR	265,2	7.160,9	2.222,4	86,5	2.330,8	2.521,2	1.458,8	234,7	224,6	143,7
III TR	287,6	7.094,2	2.224,1	83,5	2.264,5	2.522,1	1.361,8	248,8	213,6	140,8
2015 May	272,4	7.224,2	2.235,3	87,6	2.347,3	2.554,0	1.464,7	236,0	222,9	140,7
Jun	265,2	7.160,9	2.222,4	86,5	2.330,8	2.521,2	1.458,8	234,7	224,6	143,7
Jul	253,6	7.152,1	2.229,5	85,6	2.316,5	2.520,4	1.395,1	235,1	202,4	137,4
Ago	274,5	7.118,3	2.225,1	84,2	2.289,8	2.519,2	1.355,3	235,8	207,0	128,4
Sep	287,6	7.094,2	2.224,1	83,5	2.264,5	2.522,1	1.361,8	248,8	213,6	140,8
Oct ^(p)	345,3	7.108,6	2.207,8	82,1	2.256,2	2.562,4	1.395,4	309,4	196,4	144,8
Operaciones										
2012	-3,9	-112,9	-156,5	-10,2	-106,8	160,6	92,3	42,5	9,4	41,5
2013	-44,9	-90,0	-19,0	-14,3	-137,5	80,8	362,0	-62,8	32,2	43,9
2014	-5,7	-150,9	-121,0	1,8	-141,3	109,6	240,8	9,8	0,7	17,7
2014 IV TR	10,3	-77,5	-27,1	1,0	-60,5	9,1	26,4	-0,2	20,9	18,1
2015 I TR	15,5	-41,6	-29,4	-2,6	-55,0	45,3	0,4	32,8	50,2	19,3
II TR	-18,0	-86,9	-35,6	-3,9	-50,7	3,3	-0,3	-55,2	-10,2	-15,4
III TR	22,0	-36,6	7,1	-3,1	-58,6	17,9	-63,8	1,6	-11,0	-2,9
2015 May	5,4	-19,0	-6,2	-1,3	-21,2	9,7	-1,3	-22,4	13,6	8,6
Jun	-7,2	-33,1	-13,4	-1,0	-10,3	-8,3	21,9	-40,2	1,6	3,1
Jul	-11,7	-4,0	10,8	-0,9	-20,3	6,5	-51,8	9,0	-22,2	-6,4
Ago	20,8	-14,3	-2,7	-1,4	-13,3	3,1	-19,4	-16,2	4,6	-9,0
Sep	12,8	-18,4	-1,0	-0,7	-25,0	8,3	7,3	8,9	6,6	12,4
Oct ^(p)	57,6	-33,3	-23,3	-1,3	-18,4	9,8	10,1	58,6	-17,2	4,0
Tasas de crecimiento										
2012	-1,2	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	-	-	2,5	26,1
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2014	-2,2	-2,0	-5,1	2,0	-5,6	4,6	-	-	0,4	14,5
2014 IV TR	-2,2	-2,0	-5,1	2,0	-5,6	4,6	-	-	0,4	14,5
2015 I TR	5,5	-2,6	-5,9	-0,3	-6,5	4,6	-	-	32,5	36,3
II TR	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,9	4,3	-	-	31,0	20,7
III TR	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,1	3,0	-	-	30,5	15,7
2015 May	-2,7	-2,9	-5,3	-3,8	-8,2	4,7	-	-	51,4	51,4
Jun	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,9	4,3	-	-	31,0	20,7
Jul	-12,4	-2,9	-4,4	-5,1	-8,3	3,9	-	-	19,2	13,6
Ago	-1,4	-3,1	-4,3	-8,0	-8,5	3,6	-	-	20,3	9,8
Sep	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,1	3,0	-	-	30,5	15,7
Oct ^(p)	29,5	-3,4	-4,2	-10,1	-8,8	3,1	-	-	7,2	19,5

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

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				Recur- sos de capital	Total	Empleos corrientes						
		Impues- tos di- rectos	Impues- tos indi- rectos	Cotiza- ciones sociales netas	8			Remu- neración de asala- riados	9	Consumo intermedio	Interes- ses	Presta- cio- nes sociales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	44,9	44,5	11,6	12,6	15,1	0,4	49,1	44,8	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,3	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5	
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	22,9	4,1	
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	3,9	
2014 III TR	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9	
IV TR	46,7	46,2	12,4	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,9	
2015 I TR	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9	
II TR	46,5	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,9	45,1	10,2	5,3	2,5	23,1	3,8	

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

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 ¹⁾ (en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ²⁾	Déficit (+)/ superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda										Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: necesidad de finan- ciación		
		Total	Operaciones con los principales activos financieros				Efectos de revaloriza- ción y otras variaciones de volumen	Otros							
			Total	Efectivo y depó- sitos	Prés- tamos	Valores represen- tativos de deuda		Participa- ciones en el capital y en fondos de inversión							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2011	2,1	1,2	0,2	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,8	3,9			
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0			
2013	1,7	0,2	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7			
2014	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	1,1	2,6			
2014 III TR	1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,3	0,3	1,2	2,8			
IV TR	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,2	1,1	2,7			
2015 I TR	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,9	2,6			
II TR	-0,5	-0,1	-0,9	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,5	1,5			

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 ¹⁾

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

Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾												
	Total	Principal		Intereses		Vida residual media ³⁾	Saldos vivos				Operaciones		
		Hasta 3 meses		Hasta 3 meses			Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	
		1	2	3	4		6	7	8	9	10	12	13
2012	16,2	14,1	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 III TR	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 TR	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015 I TR	15,4	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
II TR	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
2015 May	15,9	13,9	5,0	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,6
Jun	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
Jul	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,1	3,4	2,9	0,4	1,6
Ago	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,9	0,4	1,5
Sep	15,5	13,5	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
Oct	15,9	13,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

6.6 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro (en porcentaje del PIB; flujos acumulados de un año y saldos vivos a fin de período)

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-) /superávit (+) de las AAPP										
2011	-4,1	-1,0	1,2	-12,5	-10,2	-9,5	-5,1	-3,5	-5,7	
2012	-4,1	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	-0,1	-0,1	-5,7	-12,4	-6,9	-4,1	-2,9	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9	
2014 III TR	-3,0	0,1	-0,1	-4,6	-2,3	-5,8	-4,0	-2,7	-10,2	
IV TR	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,5	-5,9	-3,9	-3,0	-8,8	
2015 I TR	-3,3	0,4	0,5	-3,6	-4,3	-5,9	-3,9	-3,0	-0,2	
II TR	-3,1	0,6	0,6	-3,0	-4,5	-5,4	-4,1	-2,9	-0,4	
Deuda pública										
2011	102,2	78,4	5,9	109,3	172,0	69,5	85,2	116,4	65,8	
2012	104,1	79,7	9,5	120,2	159,4	85,4	89,6	123,2	79,3	
2013	105,1	77,4	9,9	120,0	177,0	93,7	92,3	128,8	102,5	
2014	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2	
2014 III TR	108,8	75,4	10,3	112,6	175,8	98,4	95,7	132,3	104,7	
IV TR	106,7	74,9	10,4	107,5	177,1	99,3	95,6	132,3	107,5	
2015 I TR	110,9	74,3	10,0	104,7	168,6	99,8	97,5	135,3	106,8	
II TR	109,3	72,5	9,9	102,0	167,8	99,5	97,7	136,0	109,7	
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-) /superávit (+) de las AAPP										
2011	-3,4	-8,9	0,5	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,2	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,7	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,6	-2,5
2014	-1,5	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2014 III TR	-1,0	-0,7	1,3	-2,8	-2,8	-1,1	-7,4	-12,8	-2,9	-3,0
IV TR	-1,6	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2015 I TR	-1,8	-0,8	1,0	-2,5	-2,0	-2,2	-7,1	-4,8	-2,8	-3,3
II TR	-1,9	0,3	0,8	-2,2	-1,9	-2,2	-6,4	-4,7	-2,9	-2,8
Deuda pública										
2011	42,8	37,2	19,2	69,8	61,7	82,2	111,4	46,4	43,3	48,5
2012	41,4	39,8	22,1	67,6	66,4	81,6	126,2	53,7	51,9	52,9
2013	39,1	38,8	23,4	69,6	67,9	80,8	129,0	70,8	54,6	55,6
2014	40,6	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2014 III TR	41,2	38,0	23,0	72,1	68,3	80,7	132,3	77,9	55,6	57,9
IV TR	40,8	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,7	59,3
2015 I TR	35,7	38,0	22,3	70,0	69,2	85,0	130,4	81,8	54,2	60,3
II TR	36,0	37,6	21,9	68,9	67,1	86,4	128,7	80,8	54,5	62,4

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2015

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

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

Traducción efectuada por el Banco de España. Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 2 de diciembre de 2015.

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