

Índice

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	10
3 Actividad económica	14
4 Precios y costes	19
5 Dinero y crédito	23
6 Evolución de las finanzas públicas	29

Recuadros

1 Implicaciones globales de los bajos precios del petróleo	32
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 27 de enero y el 26 de abril de 2016	36
3 Bajos tipos de interés e ingresos netos por intereses de los hogares	29
4 Adelanto en la disponibilidad de la estimación de avance del PIB trimestral de la zona del euro: la experiencia inicial	45
5 Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2016	29

Artículos

1 El papel de las instituciones financieras no monetarias de la zona del euro en la intermediación financiera	29
2 La orientación de la política fiscal de la zona del euro	29

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria celebrada el 2 de junio de 2016, el Consejo de Gobierno determinó que el amplio paquete de medidas adoptadas a principios de marzo respalda el dinamismo de la recuperación económica de la zona del euro y favorece el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. Las medidas del BCE siguen reduciendo el coste del crédito y contribuyen a reforzar la creación de crédito. La recuperación económica de la zona del euro avanza gradualmente. Además del impulso ya considerado, se espera que las medidas de política monetaria pendientes de aplicación, a saber, el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés) y la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II, en sus siglas en inglés), proporcionen un estímulo monetario adicional, que contribuirá a seguir reequilibrando los riesgos para las perspectivas de crecimiento y de inflación. En el contexto actual, es fundamental asegurar que el entorno de muy baja inflación no se traduzca en efectos de segunda vuelta sobre el proceso de fijación de precios y salarios. El Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de la evolución de las perspectivas de estabilidad de precios y, si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, actuará utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 2 de junio de 2016

El crecimiento mundial se mantuvo débil en el primer trimestre de 2016. De cara al futuro, se espera que la actividad global siga expandiéndose a un ritmo moderado. Los bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y el aumento de la confianza sostienen las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, las perspectivas para las economías emergentes continúan siendo más inciertas, habida cuenta de la desaceleración del crecimiento en China y del ajuste de los países exportadores de materias primas a la reducción de los precios de estas materias.

Entre principios de marzo y comienzos de junio, los mercados financieros internacionales y de la zona del euro recuperaron unas condiciones más estables. La evolución económica mundial mejor de lo esperado, la recuperación adicional de los precios del petróleo y los estímulos de política monetaria adicionales en la zona del euro respaldaron las valoraciones de los activos de riesgo. En consecuencia, los precios de las acciones de la zona del euro registraron un moderado aumento durante el período analizado, mientras que el anuncio de las compras de bonos corporativos por parte del Eurosistema reforzó significativamente el estrechamiento de los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo

de la zona del euro experimentaron una leve disminución, siguiendo de cerca las variaciones de los rendimientos a largo plazo a escala global. En los mercados de divisas, el euro se fortaleció ligeramente.

La recuperación económica de la zona del euro continúa. El PIB real de la zona del euro aumentó significativamente en el primer trimestre de 2016. El crecimiento sigue apoyándose en la demanda interna, pese a verse frenado por la debilidad de las exportaciones. Los últimos datos apuntan a un crecimiento sostenido en el segundo trimestre, aunque posiblemente a una tasa más reducida que en el primero.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que la recuperación económica avance a un ritmo moderado, pero sostenido. La demanda interna sigue estando apoyada por la transmisión de las medidas de política monetaria a la economía real. Las favorables condiciones de financiación y la mejora de la rentabilidad empresarial continúan estimulando la inversión. Asimismo, el continuo aumento del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, y unos precios del petróleo aún relativamente bajos prestan un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Además, la orientación de la política fiscal en la zona del euro es ligeramente expansiva. No obstante, la recuperación económica de la zona del euro sigue viéndose frenada por las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,6 % en 2016 y del 1,7 % en 2017 y 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza para 2016 y se han mantenido prácticamente sin cambios para 2017 y 2018. De acuerdo con el análisis del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen inclinados a la baja, pero el balance de riesgos ha mejorado como consecuencia de las medidas de política monetaria adoptadas y del estímulo todavía pendiente. Los riesgos a la baja continúan estando relacionados con la evolución de la economía mundial, con el próximo referéndum en el Reino Unido sobre su permanencia en la UE y con otros riesgos geopolíticos.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el -0,1% en mayo de 2016. Este reducido nivel de inflación refleja anteriores caídas de los precios de la energía. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación sigan siendo muy bajas o negativas en los próximos meses, antes de repuntar en el segundo semestre de 2016, debido en gran parte a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían seguir recuperándose en 2017 y 2018.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, el 1,3 % en 2017 y el 1,6 % en 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente al alza para 2016, como consecuencia de los recientes repuntes de los precios del petróleo, y se han mantenido sin variación para 2017 y 2018.

Las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han mejorado claramente los flujos crediticios en toda la zona del euro. El crecimiento del agregado monetario amplio disminuyó ligeramente en abril, aunque se mantuvo robusto. El crecimiento de los préstamos continuó recuperándose gradualmente. Las fuentes internas de creación de dinero volvieron a ser el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Los bajos tipos de interés, así como los efectos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) y del programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del BCE, siguen apoyando el crecimiento monetario y crediticio. Las entidades de crédito han ido trasladando sus favorables condiciones de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos, y la recuperación del crecimiento del crédito continúa fortaleciéndose gracias a la mejora de las condiciones de concesión. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras aumentó moderadamente en el primer trimestre de 2016. En general, las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han mejorado de forma sustancial las condiciones de financiación para las empresas y los hogares, y el amplio paquete de nuevas medidas de política monetaria adoptado en marzo de este año respalda el actual repunte del crecimiento de los préstamos, favoreciendo así la recuperación de la economía real.

Decisiones de política monetaria

El Consejo de Gobierno consideró que el contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirmaba la necesidad de mantener un grado adecuado de acomodación monetaria para asegurar el retorno de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % sin excesiva demora. El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que continúen en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos por parte del Eurosistema. En lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que está previsto que las compras mensuales de activos por importe de 80 mm de euros 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 inflación. El 8 de junio el Eurosistema comenzó a realizar las compras en el marco del CSPP y el 22 de junio ejecutará la primera TLTRO II.

Entorno exterior

El débil crecimiento económico mundial registrado hacia finales del año pasado continuó en el primer trimestre de 2016. De cara al futuro, se espera que la actividad global siga expandiéndose a un ritmo moderado. Los bajos tipos de interés, la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo y el aumento de la confianza sostienen las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, las perspectivas para las economías emergentes continúan siendo más inciertas, habida cuenta de la desaceleración del crecimiento en China y del ajuste de los países exportadores de materias primas a la reducción de los precios de estas materias.

Actividad económica y comercio mundiales

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo moderado. Los indicadores de actividad se han estabilizado, lo que sugiere que la economía mundial mantiene una trayectoria sostenida. El clima de los mercados financieros se ha recuperado. Con todo, la incertidumbre sigue ensombreciendo el horizonte, dado que los países están afrontando los efectos de una serie de circunstancias que actualmente están determinando el entorno internacional, como los bajos precios de las materias primas que están afectando adversamente a los países exportadores de estas materias, el endurecimiento de las condiciones financieras, principalmente en las economías emergentes, lo que está asociado, en parte, a la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, el proceso de reajuste gradual de la economía china y los riesgos geopolíticos, entre ellos el referéndum que se celebrará próximamente en el Reino Unido.

Los precios de las materias primas se han recuperado en los tres últimos meses. El precio del Brent ha remontado con respecto al mínimo de los doce últimos años que registró en enero. Los precios de las materias primas no energéticas también han aumentado en ese mismo período. La reciente subida de los precios del petróleo se debe al efecto combinado de la disminución de la oferta y el fortalecimiento de la demanda. La oferta mundial de crudo se mantuvo bastante estable en marzo y abril, ya que la producción de la OPEP aumentó, mientras que la de los países no pertenecientes a esta organización descendió, especialmente la de Estados Unidos. Al mismo tiempo, la Agencia Internacional de la Energía elevó su previsión de crecimiento de la demanda global de esta materia prima en el primer trimestre de 2016, pero no modificó la estimación de crecimiento para el conjunto de este año. No obstante, desde una perspectiva de más largo plazo, los precios del petróleo continúan situados en niveles sustancialmente inferiores a los máximos registrados en 2014. Como se analiza en el recuadro 1, el estímulo que previsiblemente recibiría la actividad global como resultado del fuerte desplome de los precios del crudo ha sido más moderado de lo esperado. Un aspecto determinante de esta evolución ha sido que los factores impulsores de la caída de los precios del crudo han cambiado con el tiempo. Aunque la mayor parte de la

reducción que inicialmente experimentaron los precios del petróleo en 2014 fue atribuible al acusado aumento de la oferta, las caídas posteriores parecen haber reflejado el debilitamiento de la demanda mundial.

La orientación de las políticas monetarias de las economías avanzadas continúa siendo muy acomodaticia. Después de aplanarse en enero, la curva de futuros sobre Fondos Federales se ha desplazado al alza. Dado que se espera que los tipos de interés se mantengan en niveles reducidos durante un largo período de tiempo en otras grandes economías, la perspectiva de divergencias en la política monetaria de las economías avanzadas ha aumentado.

El débil crecimiento económico mundial registrado hacia finales del año pasado continuó a principios de 2016. El crecimiento del PIB se moderó en el primer trimestre en Estados Unidos y en el Reino Unido, aunque repuntó ligeramente en Japón. En promedio, la actividad en otros países europeos no pertenecientes a la zona del euro también se debilitó. Los datos sobre las economías emergentes han sido más dispares. En China, los datos macroeconómicos continúan siendo acordes con la desaceleración gradual que está experimentando la economía, y en el primer trimestre la actividad se vio favorecida por la recuperación del sector inmobiliario y el elevado gasto en infraestructuras. Rusia ha seguido sumida en una profunda recesión, si bien se observan señales de que la economía está remontando al beneficiarse de la subida de los precios del petróleo. En cambio, en Brasil, la fuerte recesión ha continuado en un entorno de gran incertidumbre política.

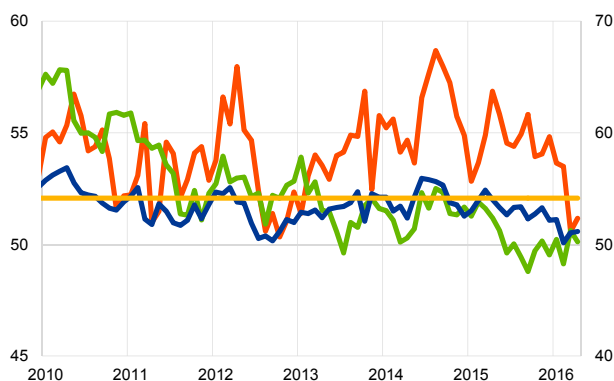
Aunque los indicadores de opinión relativos a la actividad económica mundial se han estabilizado, la pérdida de impulso del crecimiento del comercio ha sido significativa. Después de registrar su nivel más bajo en más de cuatro años en febrero, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de producción global, excluida la zona del euro, se recuperó ligeramente en abril (véase gráfico 1). No obstante, los indicadores adelantados compuestos de la OCDE también apuntan a que el crecimiento ha perdido dinamismo en las economías avanzadas y emergentes. La expansión del comercio mundial volvió a ser negativa a principios de 2016. Las importaciones mundiales de bienes en términos reales descendieron un 1,8 % en el primer trimestre del año. Las estimaciones sobre el comercio en términos reales correspondientes a enero y febrero se revisaron considerablemente a la baja (véase gráfico 2). Aunque las economías avanzadas siguieron registrando un crecimiento positivo de las importaciones, el comercio fue muy débil en las economías emergentes, en especial en las asiáticas. Los datos negativos del primer trimestre de 2016 se vieron sucedidos por dos trimestres consecutivos de avance relativamente acusado de las importaciones. Efectos de base relacionados con un crecimiento particularmente bajo en enero pueden apuntar a una mayor vitalidad en los próximos meses, aunque las encuestas siguen indicando que las perspectivas sobre el comercio mundial son moderadas, observándose un descenso del índice PMI global de nuevos pedidos exteriores en abril.

Gráfico 1

Índice PMI compuesto de producción global

(índice de difusión)

- Global, excluida la zona del euro (escala derecha)
- Global, excluida la zona del euro; media de largo plazo (escala derecha)
- Economías avanzadas, excluida la zona del euro (escala izquierda)
- Economías emergentes (escala izquierda)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

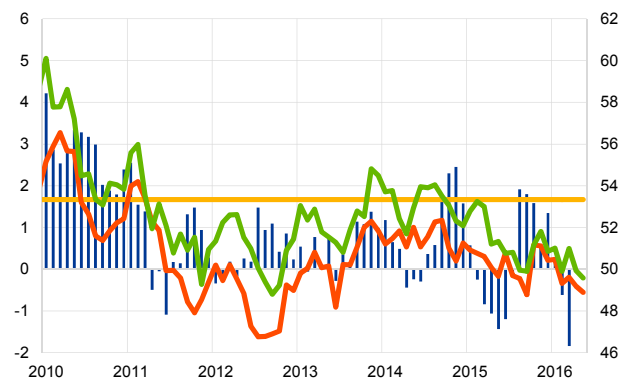
Notas: La observación más reciente corresponde a abril de 2016.

Gráfico 2

Comercio mundial de bienes

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

- Comercio mundial (escala izquierda)
- Comercio mundial, media 1991-2007 (escala izquierda)
- PMI global nuevos pedidos exteriores (escala derecha)
- PMI global, excluido sector manufacturero zona del euro (escala derecha)



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2016 para los PMI y a marzo de 2016 para el comercio mundial.

De cara al futuro, se espera que la actividad económica mundial siga expandiéndose a un ritmo moderado, impulsada por unas perspectivas de crecimiento todavía sólidas en la mayoría de las economías avanzadas y por la progresiva moderación de las profundas recesiones en que están inmersas algunas grandes economías emergentes. Se prevé que la persistencia de unos tipos de interés reducidos, la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo y el aumento de la confianza respalden las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, en el caso de las economías emergentes, las perspectivas siguen sujetas a mayor incertidumbre. Es probable que la gradual desaceleración económica de China lastre el crecimiento de otras economías emergentes, en especial de las asiáticas. Con todo, la paulatina recuperación de las profundas recesiones que están experimentando Rusia y Brasil debería contribuir al crecimiento económico mundial.

Analizando con más detalle los países individuales, se espera que, en Estados Unidos, la actividad económica se recupere, tras moderarse en el primer trimestre del año. Los fundamentos económicos internos se mantienen sólidos —reflejados en un acusado crecimiento del empleo y en el aumento de los salarios nominales y de la renta real disponible—, previéndose que la demanda interna continúe siendo el principal factor impulsor de las perspectivas de crecimiento de este país. La actividad debería cobrar impulso gradualmente, favorecida por la mayor solidez del consumo y el final del ajuste del sector energético. Por otra parte, es probable que la demanda exterior neta siga representando un lastre para la actividad, habida cuenta de la anterior apreciación del dólar estadounidense y del débil crecimiento de la demanda externa. Al mismo

tiempo, aunque los diferenciales de crédito se han reducido ligeramente, los tipos de interés han aumentado.

En el Reino Unido, la actividad económica continúa expandiéndose a un ritmo sostenido. Se espera una moderada recuperación de la actividad, impulsada fundamentalmente por el consumo, ya que los bajos precios de la energía siguen incrementando la renta real disponible. Aunque el avance de la inversión ha sido inferior al registrado en años anteriores, continúa siendo positivo, respaldado por la relajación de las condiciones crediticias. No obstante, el crecimiento puede verse frenado por la incertidumbre existente en torno al referéndum sobre la permanencia en la UE.

Las perspectivas para Japón siguen siendo moderadas. Tras el retroceso de la actividad observado en el último trimestre de 2015, el PIB se recuperó en el primer trimestre de este año. De cara al futuro, la actividad debería beneficiarse de la orientación acomodaticia de la política monetaria y del aumento de las rentas resultante de los precios más bajos del petróleo. El crecimiento gradual de los salarios reales, reflejo de la mejora de la situación en el mercado de trabajo, también debería favorecer el gasto de los hogares. Se espera que las exportaciones se beneficien de la paulatina mejora de la demanda externa, aunque esta mejora se verá atenuada por la reciente recuperación del yen. Además, el proceso de consolidación fiscal constituirá un lastre para la demanda.

En Europa Central y Oriental se prevé que la actividad económica real siga siendo vigorosa, aunque desigual según los países. Los principales factores impulsores del crecimiento de la región continúan siendo el dinamismo del consumo privado, reflejo del aumento de la renta real disponible en un entorno de inflación reducida, y el pronunciado avance de la inversión respaldado por los fondos estructurales de la UE.

Se espera que la economía china experimente una desaceleración a medio plazo. La actividad continúa sustentándose en los reducidos precios del petróleo, en la solidez del consumo y en la notable mejora del mercado de la vivienda. La mayor estabilidad en los mercados financieros y el tipo de cambio (efectivo) del renminbi han contribuido a aliviar parte de la incertidumbre, que fue especialmente elevada a principios de año. A corto plazo se prevé que la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas de estímulo fiscal respalden la economía en cierta medida. No obstante, a medio plazo se espera que el ritmo de expansión se vea ralentizado por los mayores esfuerzos por reducir el exceso de capacidad productiva en algunas industrias pesadas y por abordar la cuestión de los préstamos morosos relacionados.

Los países exportadores de materias primas continúan ajustándose al sostenido descenso de los precios de estas materias. En Rusia, que todavía está sumida en una profunda recesión, los costes de financiación siguen siendo elevados pese a la mejora de las condiciones de financiación observada en 2015. La incertidumbre es elevada, la confianza empresarial es baja y la caída de los ingresos procedentes del petróleo continúa manteniendo el gasto público en niveles reducidos. De cara al futuro se espera que el país retorne a un crecimiento débil

pero positivo en el segundo semestre de 2016, mientras que, según las previsiones, la economía crecerá en torno a su tasa potencial en 2017. En Brasil, la incertidumbre política, el deterioro de la relación real de intercambio y el endurecimiento de la política monetaria y de las condiciones de financiación están lastrando considerablemente la actividad económica. De cara al futuro se prevé que el crecimiento se recupere ligeramente de la profunda recesión a medida que los precios de las materias primas se estabilicen y se reduzca la rémora para la inversión en los sectores productores de materias primas.

En general, las perspectivas de crecimiento mundial siguen apuntando a una recuperación gradual y desigual. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, se acelerará desde el 3,1 % en 2016 hasta el 3,7 % en 2017 y el 3,8 % en 2018. En cuanto a la demanda exterior de la zona del euro, se espera que se incremente desde el 2 % en 2016 hasta el 3,5 % en 2017 y el 4 % en 2018. El moderado repunte de la actividad y del comercio previsto en el escenario de referencia refleja un crecimiento resistente en las economías avanzadas y una moderación progresiva de las profundas recesiones que están experimentando algunas grandes economías emergentes, concretamente Rusia y Brasil, durante el horizonte de proyección, compensando la paulatina desaceleración de la economía china. En comparación con las proyecciones de marzo, las perspectivas de crecimiento mundial se han revisado ligeramente a la baja. Las revisiones relacionadas con la demanda exterior de la zona del euro son básicamente acordes con las relativas al crecimiento mundial.

Los riesgos para las perspectivas relativas a la actividad mundial continúan situados a la baja, especialmente en el caso de las economías emergentes.

Un importante riesgo a la baja está relacionado con una desaceleración más pronunciada de las economías emergentes, incluida China. El endurecimiento de las condiciones de financiación y la intensificación de la incertidumbre política pueden exacerbar los desequilibrios macroeconómicos existentes, minando la confianza y ralentizando el crecimiento en mayor medida de lo esperado. La incertidumbre política en torno a la transición económica de China puede provocar un aumento de la volatilidad financiera a escala mundial. Los riesgos geopolíticos, entre ellos el próximo referéndum en el Reino Unido, también siguen afectando a las perspectivas. Por último, la persistencia de unos precios del petróleo reducidos puede exacerbar los desequilibrios presupuestarios o financieros en algunos países exportadores de crudo.

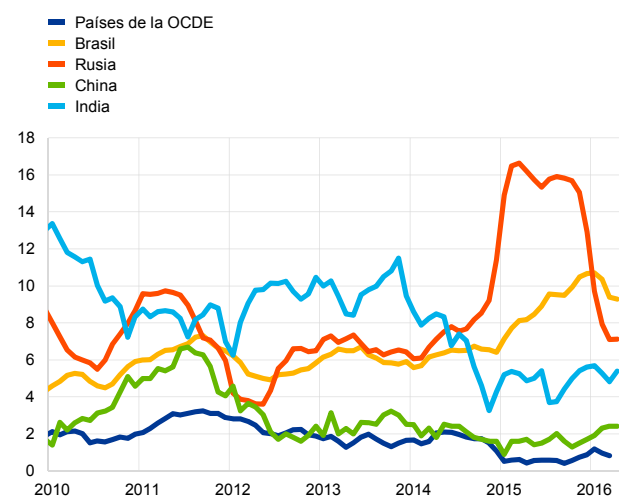
Evolución mundial de los precios

Los efectos de las anteriores caídas de los precios del petróleo continúan dejándose sentir en la inflación mundial. La tasa de variación interanual

Gráfico 3

Inflación de los precios de consumo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y OCDE.

Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2016 para los países individuales y a marzo de 2016 para los países de la OCDE.

de los precios de consumo en los países de la OCDE descendió hasta situarse en el 0,8 % en marzo, frente al 1 % de febrero, debido al efecto más pronunciado de la caída de los precios de la energía (véase gráfico 3). En estos países, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se ha mantenido invariable en el 1,9 % desde diciembre. Entre las grandes economías emergentes, la inflación sigue siendo elevada en Brasil, pero ha caído en Rusia, ya que han desaparecido los efectos de la anterior depreciación del rublo. En China, la inflación se ha incrementado ligeramente como consecuencia de un alza temporal de los precios de los alimentos.

Se espera que, a corto plazo, la inflación mundial se mantenga en niveles moderados y que aumente con lentitud a partir del segundo semestre de 2016.

Pese al reciente repunte, la caída que experimentaron a principios de año los precios del petróleo y de otras materias primas debería contener aún más la inflación en el corto plazo. De cara al futuro, la pendiente

ascendente de la curva de futuros del petróleo implica que los precios del crudo se incrementarán en el horizonte de proyección. Al mismo tiempo, se espera que la holgada capacidad productiva sin utilizar a escala mundial continúe afectando a la inflación subyacente en el medio plazo.

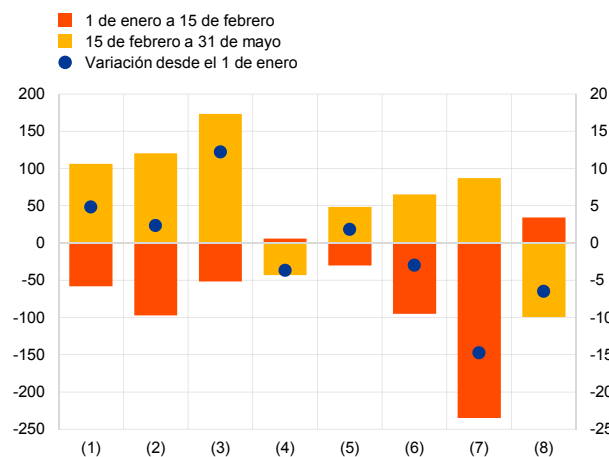
2 Evolución financiera

Entre principios de marzo y comienzos de junio, los mercados financieros de la zona del euro recuperaron unas condiciones más estables que las existentes a principios de 2016, como ocurrió en los mercados financieros a escala mundial. Unas condiciones económicas mundiales mejores de lo esperado, la recuperación adicional de los precios del petróleo y los estímulos de política monetaria adicionales en la zona del euro respaldaron las valoraciones de mercado de los activos de riesgo. Los precios de las acciones de la zona del euro registraron un moderado aumento durante el período analizado (entre el 9 de marzo y el 1 de junio de 2016), mientras que el anuncio de las compras de bonos corporativos por parte del Eurosistema reforzó significativamente la reducción de los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro experimentaron una leve disminución, siguiendo de cerca las variaciones de los rendimientos a largo plazo a escala global. En los mercados de divisas, el euro se fortaleció ligeramente.

Gráfico 4

Evolución de los mercados financieros

(escala izquierda: variación en puntos básicos de 4, 6, 7 y 8; escala derecha: variación porcentual de 1, 2, 3 y 5)



Fuentes: Standard&Poor's Financial Times, JP Morgan, Haver Analytics, Merrill Lynch
Notas: (1) S&P 500; (2) FTSE All-World index, excluido Estados Unidos; (3) precio del Brent en dólares estadounidenses; (4) rendimiento de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos; (5) media ponderada por el PIB (PPA) de la variación porcentual de los tipos de cambio de las economías emergentes frente al dólar estadounidense; (6) diferencial de deuda soberana según JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI), puntos básicos; (7) rendimiento de los bonos corporativos de alta rentabilidad de Estados Unidos; (8) CBOE Volatility Index (VIX).

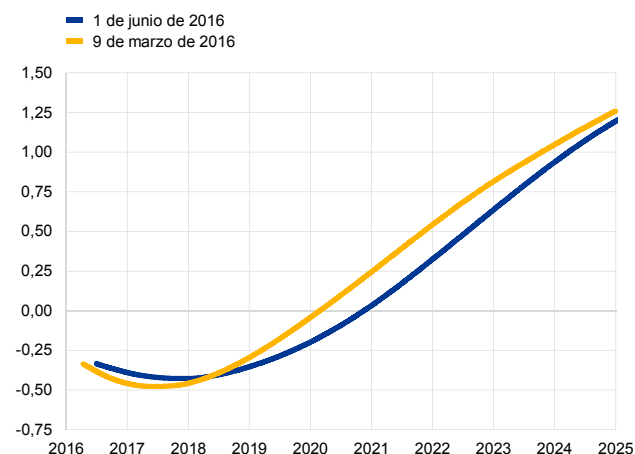
En contraposición a la evolución observada a principios de año, los mercados financieros de la zona del euro, y de todo el mundo, registraron un período de relativa tranquilidad entre principios de marzo y comienzos de junio de 2016, tras la mejora de la economía mundial y las nuevas subidas del precio del petróleo. Estas mejoras continuaron una tendencia que se había iniciado a mediados de febrero como consecuencia de la publicación de datos económicos positivos en Estados Unidos, de la recuperación de los precios del petróleo y de las expectativas de estímulo monetario adicional en la zona del euro. La consiguiente mejora del clima de los mercados financieros internacionales y la menor volatilidad de los mercados financieros se mantuvieron después de que el Consejo de Gobierno anunciara medidas de relajación adicional en su reunión de marzo. En conjunto, esta evolución ayudó a los mercados bursátiles de las economías más avanzadas a recuperar las pérdidas sufridas desde el comienzo del año, mientras que los diferenciales de la renta fija privada se estrecharon. En los mercados emergentes, los diferenciales de deuda soberana disminuyeron,

y las condiciones de la financiación externa experimentaron cierta mejora en la mayoría de los países (véase gráfico 4).

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) descendió durante el período considerado, tras la decisión del Consejo de Gobierno de reducir el tipo de interés de la facilidad de depósitos en 10 puntos básicos, hasta el -0,40 %, el 10 de marzo. El eonia cayó 9,7 puntos básicos durante el período analizado (entre el 9 de marzo y el 1 de junio), reflejando la transmisión completa del recorte del tipo de interés de la facilidad de depósitos. Desde el comienzo del segundo período de mantenimiento de reservas de 2016, cuando se hizo efectiva la rebaja de dicho tipo, el eonia permaneció en un intervalo de entre -32 y -36 puntos básicos, excepto al final del primer trimestre, cuando aumentó temporalmente hasta situarse en -30 puntos básicos. El exceso de liquidez se incrementó en 144 mm de euros, hasta alcanzar la cifra de 845 mm de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el marco el programa ampliado de compra de activos (véase también el recuadro 2).

Gráfico 5Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)

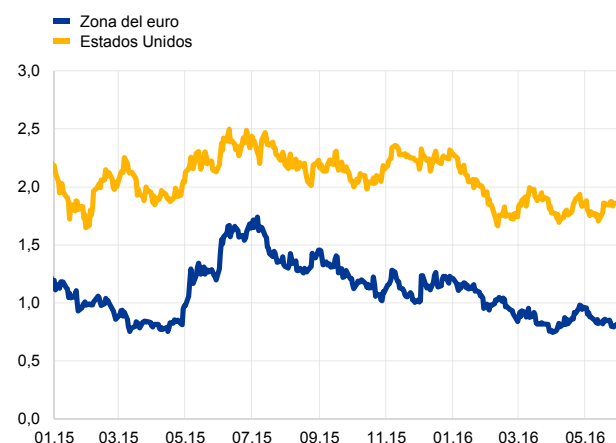


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 6

Rendimientos de la deuda soberana a diez años en la zona del euro y en Estados Unidos

(porcentajes)



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: «Zona del euro» muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. «Estados Unidos» muestra el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años. La observación más reciente corresponde al 1 de junio de 2016.

En un entorno de reducida volatilidad general, las variaciones de la curva de tipos *forward* del eonia fueron limitadas, con algunos descensos en el tramo medio. En los plazos más cortos, la curva se movió ligeramente hacia arriba durante el período analizado, en gran medida como consecuencia de la revisión al alza de los tipos *forward* a corto plazo en los mercados financieros de la zona del euro el día de la reunión del Consejo de Gobierno de marzo. En el tramo medio, la curva se desplazó levemente a la baja, lo que sugiere que los participantes en los mercados esperaban que los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieran más bajos durante más tiempo. En cambio, los tipos *forward* del eonia a más largo plazo permanecieron prácticamente sin cambios entre principios de marzo y comienzos de junio (véase gráfico 5).

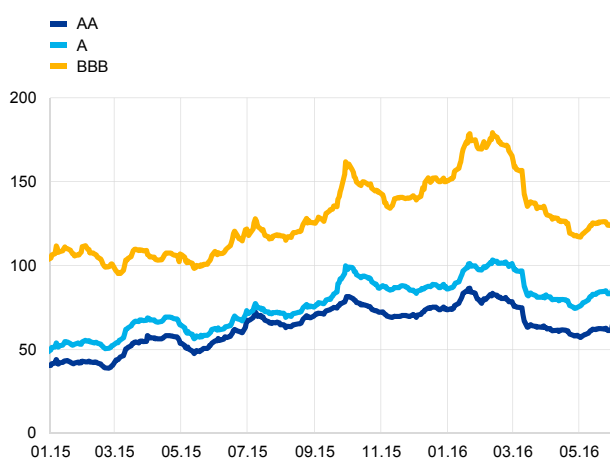
Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro disminuyeron levemente en el período analizado, siguiendo de cerca las variaciones de los rendimientos a largo plazo a escala global. En marzo, los rendimientos de la deuda soberana trazaron una trayectoria a la baja, y la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro registró un mínimo histórico del 0,75 % el 1 de abril de 2016. Los rendimientos a largo plazo de la zona del euro aumentaron posteriormente, pero las caídas se repitieron a partir de finales de abril. Estas caídas de los tipos al contado a largo plazo fueron coherentes con la disminución de los tipos *forward* del eonia a medio plazo, y el rendimiento de la deuda a diez años ponderado por el PIB terminó el período considerado 11 puntos básicos por debajo del nivel registrado el 9 de marzo (véase gráfico 6). En conjunto, los descensos de los rendimientos fueron algo más pronunciados en los países de la zona del euro con calificaciones crediticias más altas, aunque los rendimientos de la deuda soberana griega se

redujeron significativamente en el contexto de la concesión de préstamos a Grecia por parte del Eurogrupo. Mientras que los rendimientos a largo plazo de la zona del euro se movieron, en general, de forma similar a los rendimientos a largo plazo a escala global, los diferenciales de renta fija a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro se ampliaron, principalmente como consecuencia de la percepción de los mercados de un aumento de la divergencia de las políticas monetarias de las dos economías.

Gráfico 7

Diferenciales de los bonos de sociedades no financieras con grado de inversión de la zona del euro, por calificación crediticia

(puntos básicos)



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: La observación más reciente corresponde al 1 de junio de 2016.

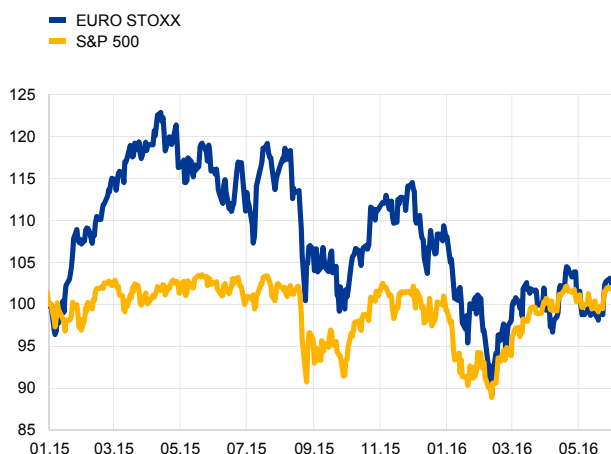
Tras el anuncio por parte del Consejo de Gobierno del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés), los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras se estrecharon significativamente. El anuncio del CSPP en marzo reforzó el estrechamiento de los diferenciales de los bonos de las sociedades no financieras que se estaba produciendo ante la mejora del clima de los mercados internacionales desde mediados de febrero. Posteriormente, los diferenciales continuaron cayendo de forma gradual, incluso después de la publicación de los detalles relativos al CSPP en la reunión del Consejo de Gobierno de mediados de abril, antes de ampliarse ligeramente en el transcurso del mes de mayo. En conjunto, los diferenciales de los bonos de las sociedades no financieras eran significativamente más reducidos a principios de junio que a principios de marzo (véase gráfico 7). Aunque los diferenciales de los bonos bancarios siguieron un patrón similar, sus reducciones fueron relativamente más moderadas.

Las acciones de la zona del euro registraron unas ganancias moderadas en un entorno de escasa volatilidad en los mercados. El índice EURO STOXX amplio subió en torno al 2% entre el 9 de marzo y el 1 de junio de 2016, frente al avance de casi el 6% del índice S&P 500 en Estados Unidos (véase gráfico 8). Las cotizaciones de los valores bancarios de la zona del euro cayeron alrededor de un 2% y, además, experimentaron fluctuaciones más pronunciadas en ambos sentidos que el conjunto del mercado, dado que las inquietudes acerca de la rentabilidad y determinados acontecimientos en entidades de crédito o países específicos continuaron lastrando el sector.

Gráfico 8

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2015 = 100)



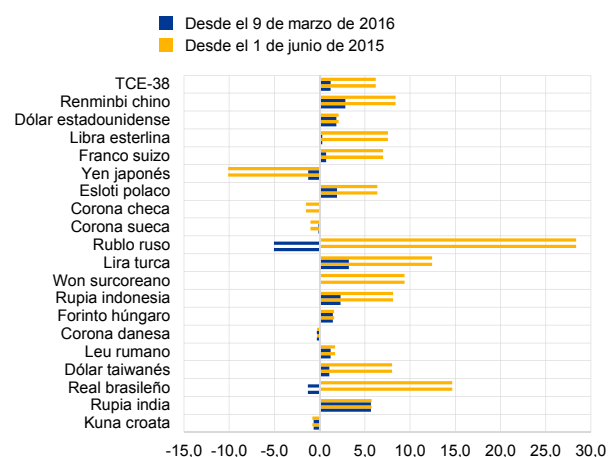
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 1 de junio de 2016.

Gráfico 9

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(variaciones porcentuales)



Fuente: BCE.

Notas: Variaciones porcentuales con respecto al 1 de junio de 2016. TCE-38 representa 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.

En los mercados de divisas, el euro se fortaleció ligeramente en términos

efectivos. La moneda única se apreció entre principios de marzo y finales de abril, reflejando, en gran medida, los cambios en las expectativas de los mercados en relación con la orientación de las políticas monetarias en las principales economías. El euro también se vio respaldado por la mejora del sentimiento de los mercados con respecto a esta moneda tras la publicación de datos sobre actividad económica en la zona del euro mejores de lo esperado. A partir de principios de mayo, el euro se debilitó en términos efectivos, también frente al dólar estadounidense en un entorno de ampliación de los diferenciales de rendimiento de la deuda a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro. En total, ponderado por el comercio, el euro se revalorizó un 1,2 % entre el 9 de marzo y el 1 de junio (véase gráfico 9). En términos bilaterales, el euro se apreció frente al dólar estadounidense, el renminbi chino, el franco suizo y las monedas de muchas economías emergentes y de la mayoría de los países de Europa Central y Oriental. Sin embargo, se debilitó frente al rublo ruso, el yen japonés y las monedas de algunos países exportadores de materias primas.

3

Actividad económica

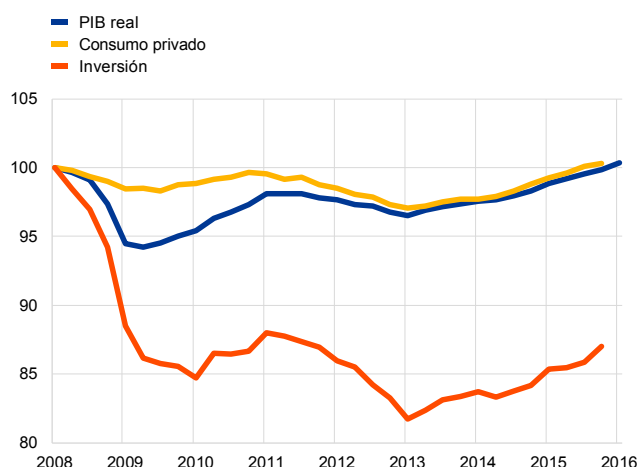
En el primer trimestre de 2016, el PIB real de la zona del euro aumentó significativamente y el crecimiento sigue apoyándose en la demanda interna, pese a verse frenado por la debilidad de las exportaciones. Los datos más recientes apuntan a un crecimiento continuado en el segundo trimestre, aunque posiblemente a una tasa más reducida que en el primero. De cara al futuro, se espera que la recuperación

económica avance a un ritmo moderado, pero sostenido. La demanda interna sigue estando respaldada por la transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real. Las favorables condiciones de financiación y la mejora de la rentabilidad empresarial continúan estimulando la inversión. Además, las continuas mejoras en el empleo, favorecidas también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, y unos precios del petróleo aún relativamente bajos prestan un apoyo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Asimismo, la orientación de la política fiscal de la zona del euro es ligeramente expansiva. Sin embargo, la recuperación económica de la zona del euro continúa viéndose frenada por las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016 prevén un crecimiento del PIB real en la zona del euro del 1,6% en 2016 y del 1,7% en 2017 y 2018.

Gráfico 10

PIB real, consumo privado e inversión en la zona del euro

(Índice: I TR 2008 = 100)



Fuente: Eurostat.

Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2016 para el PIB real y al cuarto trimestre de 2015 para los componentes del PIB.

El crecimiento económico se fortaleció en el primer trimestre de 2016 y el PIB real ya ha superado el máximo de 2008 (véase gráfico 10).

El avance del PIB real fue mayor que en el trimestre anterior en muchos países de la zona del euro y parece haberse sustentado en las continuas contribuciones positivas del consumo privado, así como de la inversión, que, no obstante, se mantiene muy por debajo del máximo registrado antes de la crisis. Es probable que la demanda exterior neta haya seguido lastrando el crecimiento en el primer trimestre de 2016, como consecuencia de la débil expansión del comercio internacional.

La dinámica del consumo privado parece haberse mantenido en el primer trimestre de 2016, y este componente continúa siendo el principal factor impulsor de la recuperación en curso.

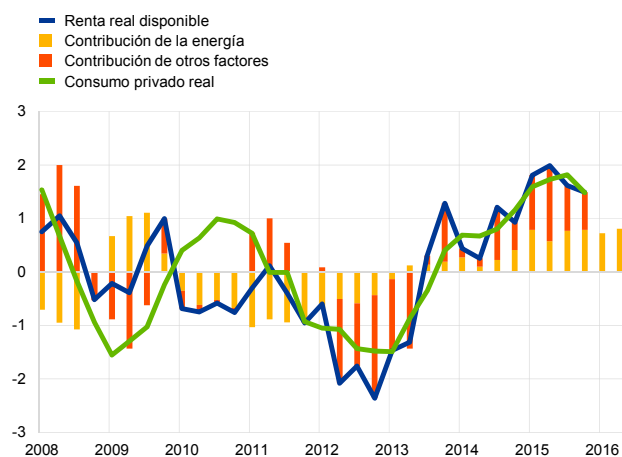
Pese a caer en marzo, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles registraron un incremento intertrimestral del 1% en el primer trimestre, tras desacelerarse de forma transitoria en el cuarto trimestre de 2015 como resultado del descenso de las ventas de las prendas de vestir de

temporada y del menor consumo de energía por las suaves temperaturas del invierno, así como del impacto negativo de los ataques terroristas de noviembre en París. Desde una perspectiva de más largo plazo, el gasto en consumo se ha beneficiado del aumento de la renta real disponible de los hogares, que, a su vez, refleja fundamentalmente el crecimiento del empleo, pero también unos precios del petróleo más bajos (véase gráfico 11) y una ratio de ahorro bastante estable. Además, aunque los ingresos por intereses de los hogares de la zona del euro han disminuido desde 2008, se han mantenido bastante estables en términos netos. Habida cuenta de la redistribución de los ingresos por intereses de los ahorradores netos a los prestatarios netos, en general, el consumo privado debería seguir estando respaldado por este factor (véase el recuadro 3, titulado «Bajos tipos de interés e ingresos netos por

intereses de los hogares»). Además, los balances de los hogares presentan gradualmente mayor disponibilidad de fondos y la confianza de los consumidores ha vuelto a aumentar gracias al continuo descenso de la tasa de paro.

Gráfico 11
Renta real disponible y consumo privado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015 para la renta real disponible y el consumo privado. La contribución de la energía en el segundo trimestre se basa en datos mensuales (estimados) hasta mayo de 2016.

Las mejoras adicionales en los mercados laborales de la zona del euro respaldan el consumo privado a través de las rentas agregadas del trabajo.

El empleo siguió creciendo y registró un avance intertrimestral del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2015. En consecuencia, la ocupación se situó un 1,2 % por encima del nivel alcanzado un año antes, lo que representa el mayor incremento interanual desde el segundo trimestre de 2008. Asimismo, la tasa de paro, que había descendido constantemente desde mediados de 2013, se situó en el 10,2 % en abril, el nivel más bajo desde agosto de 2011. Información más reciente, como la procedente de las encuestas, apunta a mejoras moderadas y continuas en los mercados de trabajo de la zona del euro. Con todo, pese a esta evolución positiva, los indicadores más amplios de desempleo —que también tienen en cuenta sectores de la población en edad de trabajar que se ven obligados a trabajar a tiempo parcial o que se han retirado del mercado laboral— continúan siendo elevados. Actualmente, alrededor del 4 % de la

población activa se ve obligada a trabajar a tiempo parcial por la falta de empleo a tiempo completo, siendo similar el porcentaje de personas desanimadas que han dejado de buscar empleo de forma activa. Así pues, es probable que el mercado de trabajo de la zona del euro se caracterice por un grado de holgura sustancialmente mayor de lo que sugiere la tasa de paro por sí sola.

Tras el aumento de la utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero y del fuerte incremento que, en general, ha experimentado la producción de bienes de equipo, es probable que la inversión haya mantenido el sólido ritmo de crecimiento observado en torno al cambio de año.

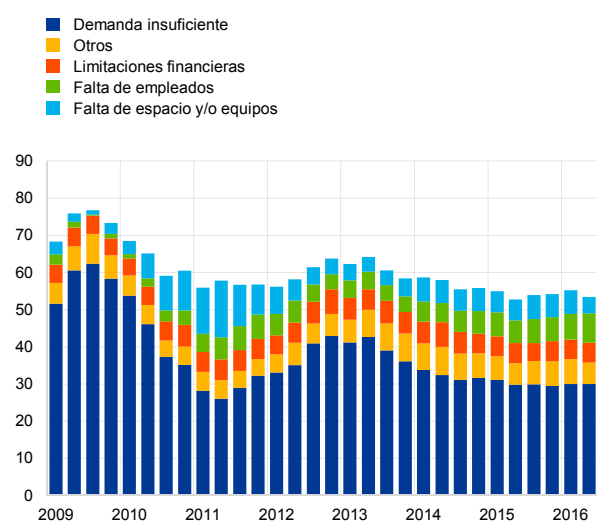
Las condiciones de demanda también han mejorado, favoreciendo la inversión empresarial. Por ejemplo, desde 2013, en la encuesta de la Comisión Europea la demanda se menciona con menor frecuencia como factor limitador de la producción (véase gráfico 12). Por otra parte, es probable que la inversión residencial se viera respaldada por unas condiciones meteorológicas favorables en el primer trimestre, aunque también por el fortalecimiento de los mercados de la vivienda de forma más general, como ponen de manifiesto el aumento de las solicitudes de visados de obra nueva y la demanda de hipotecas. De cara al futuro, la demanda de inmuebles residenciales debería seguir viéndose impulsada por los reducidos tipos de interés hipotecarios y por el crecimiento de la renta disponible de los hogares, así como por cierta búsqueda de rentabilidad en un entorno de bajos rendimientos de otros activos. Se espera que la mejora de las condiciones de financiación, el incremento de los beneficios y las abundantes reservas de efectivo de las empresas de la zona del euro, junto con la mejora

gradual de la demanda interna y externa, también favorezcan la inversión empresarial. Sin embargo, la necesidad adicional de desapalancamiento de las empresas en algunos países, las menores expectativas de crecimiento a largo plazo de los inversores y las débiles perspectivas de expansión de las economías emergentes podrían frenar la recuperación de la inversión total.

Gráfico 12

Factores limitadores de la producción

(distribución porcentual)

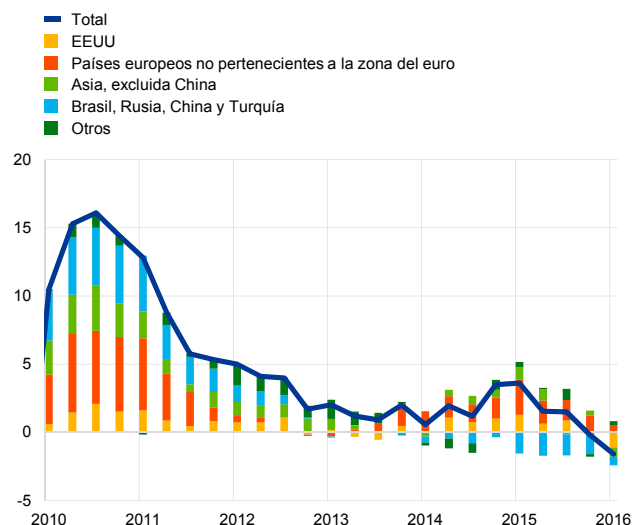


Fuente: Comisión Europea.
Nota: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2016.

Gráfico 13

Exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro

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



Fuente: Eurostat.
Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2016 y se basa en datos mensuales disponibles hasta febrero de 2016 para los países de la UE y hasta marzo de 2016 para los países restantes.

Parece que el crecimiento de las exportaciones de bienes mantuvo su tendencia a la baja en el primer trimestre de 2016 como consecuencia de la débil evolución del comercio internacional (véase gráfico 13). Destinos de exportación importantes como Estados Unidos, pero también Suiza y Japón, contribuyeron negativamente al avance de la actividad exportadora, y las exportaciones al Reino Unido crecieron menos que en el último trimestre de 2015. Entre las grandes economías emergentes, la debilidad de la demanda en Brasil y Rusia siguió lastrando el crecimiento de la exportación de bienes, mientras que la aportación de China, que había sido negativa durante 2015, fue básicamente neutral.

Se espera que el crecimiento de las exportaciones aumente solo de forma moderada a corto plazo, en un entorno de continua debilidad del comercio internacional. Los pedidos exteriores, así como la confianza de los exportadores, señalan una evolución persistentemente moderada del comercio exterior a corto plazo, y la reciente trayectoria del tipo de cambio efectivo del euro no está contribuyendo a mejorar la situación. No obstante, se prevé que las cuotas de exportación se mantengan en niveles elevados debido a los efectos retardados de

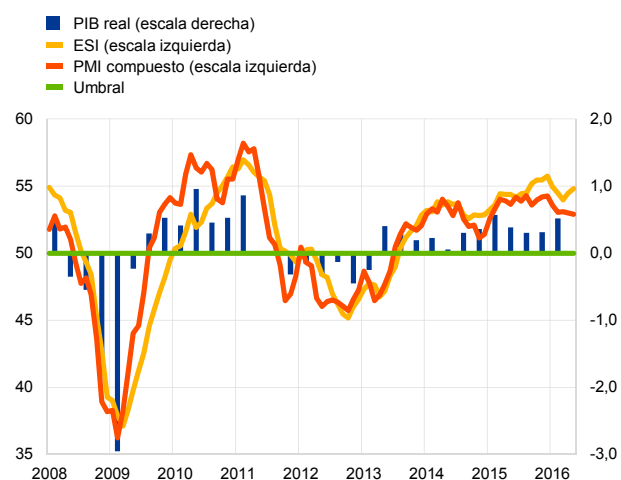
anteriores ganancias de competitividad. A más largo plazo, se espera que el crecimiento de las exportaciones se recupere gradualmente, en consonancia con la demanda exterior de la zona del euro.

En general, los indicadores de corto plazo disponibles señalan un moderado crecimiento sostenido en el segundo trimestre de 2016. El indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea subió en abril y mayo, mientras que el índice PMI compuesto de producción descendió (véase gráfico 14), y ambos se mantuvieron por encima de sus niveles medios a largo plazo. No obstante, la producción industrial (excluida la construcción) disminuyó en febrero y marzo, lo que apuntaría a ciertos riesgos a la baja para el crecimiento intertrimestral de la producción en el segundo trimestre, como consecuencia de los efectos arrastre negativos asociados.

Gráfico 14

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

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



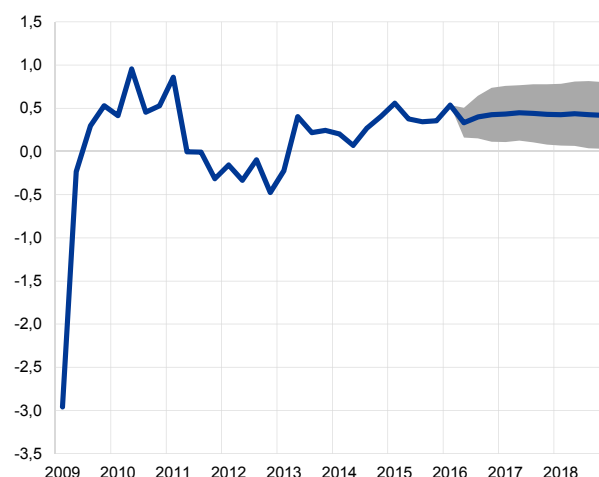
Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.

Notas: Las observaciones más recientes corresponden al primer trimestre de 2016 para la cifra del PIB y a mayo de 2016 para el ESI y el PMI. El ESI y el índice PMI están normalizados.

Gráfico 15

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016», publicado el 2 de junio de 2016 en el sitio web del BCE.

De cara a un futuro más lejano, se prevé que la recuperación económica de la zona del euro continúe, respaldada por la transmisión de las medidas de la política monetaria del BCE a la economía real. La inversión también debería verse impulsada por la mejora adicional de la rentabilidad empresarial, al tiempo que se espera que el gasto en consumo se sustente en el continuo aumento del empleo, así como en un precio del petróleo aún relativamente bajo. Sin embargo, la recuperación económica sigue viéndose frenada por las débiles perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,6 % en 2016 y del 1,7 % en 2017 y 2018 (véase gráfico 15). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza para 2016 y se han mantenido prácticamente sin cambios para 2017 y 2018. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen inclinados a la baja, pero el balance de riesgos ha mejorado como consecuencia de las medidas de política monetaria adoptadas y del estímulo todavía pendiente. Los riesgos a la baja continúan estando relacionados con la evolución de la economía mundial, con el próximo referéndum en el Reino Unido sobre su permanencia en la UE y con otros riesgos geopolíticos.

4 Precios y costes

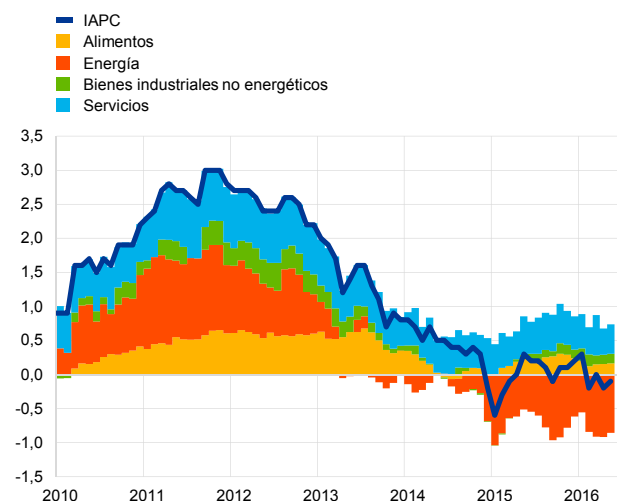
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en el -0,1 % en mayo. Esta reducida tasa de inflación refleja anteriores caídas de los precios de la energía. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación sigan siendo muy bajas o negativas en los próximos meses antes de repuntar en el segundo semestre de 2016, debido en gran parte a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían seguir recuperándose en 2017 y 2018. Esta pauta general también ha quedado reflejada en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,2% en 2016, el 1,3 % en 2017 y el 1,6 % en 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen básicamente estables.

La inflación general aumentó ligeramente en mayo, aunque se mantuvo en niveles negativos. Según la estimación de avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se incrementó hasta situarse en el -0,1 % en mayo, desde el -0,2 % de abril, impulsada fundamentalmente por el avance de la tasa de variación de los precios de la energía y por el ligero incremento de la de los precios de los servicios (véase gráfico 16). Debido al alza que experimentó la tasa de variación de los precios de los servicios, desde el 0,9 % registrado en abril hasta el 1 % en mayo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se elevó desde el 0,7 % de abril hasta el 0,8 % en mayo.

Gráfico 16

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



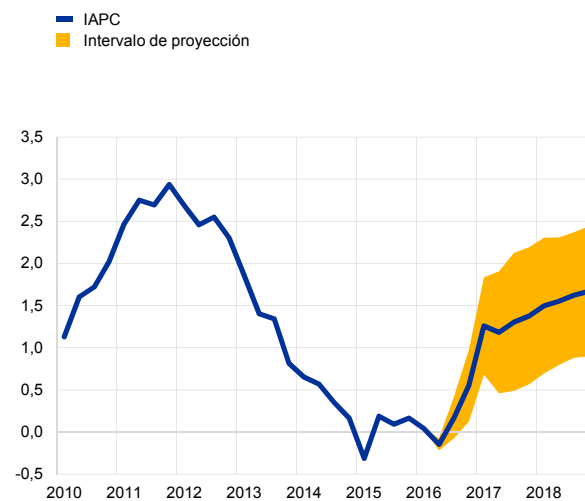
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2016 (estimaciones de avance).

Gráfico 17

Inflación medida por el IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016», publicadas en el sitio web del BCE el 2 de junio de 2016.

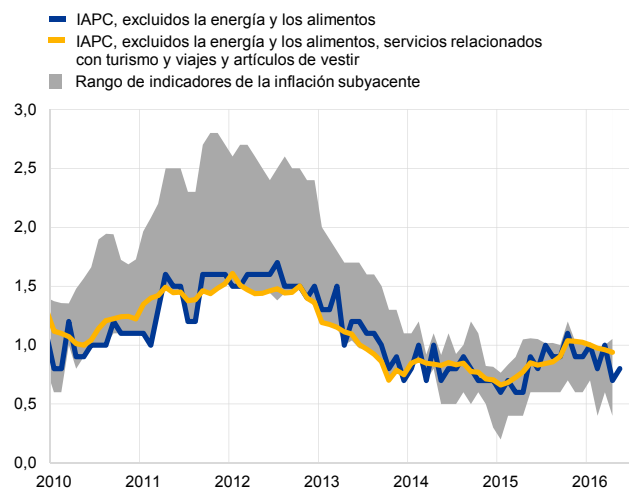
Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2016 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2018 (proyecciones).

Los precios de la energía continúan constituyendo un importante lastre para la inflación general. La contribución negativa de la tasa de variación de los precios de la energía ha fluctuado entre 0,5 y 1 puntos porcentuales durante casi un año y medio (véase gráfico 16). Los precios del petróleo en dólares estadounidenses han aumentado desde el mínimo registrado en enero de 2016, aunque todavía se sitúan muy por debajo de los niveles observados hace un año. Por lo tanto, las recientes subidas de los precios solo han contribuido ligeramente a contener la aportación negativa de los precios de la energía a la inflación general, ya que la inflación medida por el IAPC de los precios de la energía se mantuvo en una cota muy baja, el -8,1 %, en mayo de 2016. El impacto de la reciente evolución al alza de los precios del petróleo será más evidente cuando los pronunciados descensos observados anteriormente desaparezcan del cálculo de la tasa de inflación interanual. Los impactos al alza asociados a los efectos de base resultantes explican gran parte del aumento que se espera que experimente la inflación general medida por el IAPC en los próximos meses hasta principios de 2017 (véase gráfico 17).

Gráfico 18

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 factorial dinámico. Las observaciones más recientes disponibles corresponden a mayo de 2016 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación de avance), y a abril de 2016 (resto de indicadores).

La inflación subyacente no muestra una tendencia al alza clara.

Esto se ve confirmado por una amplia variedad de indicadores alternativos de la inflación subyacente (véase gráfico 18). Tras registrar un aumento en el primer semestre de 2015, las tasas de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, fluctuaron entre el 0,8 % y el 1,1 % de julio de 2015 a marzo de 2016. Su evolución reciente ha sido bastante volátil, ya que la tasa de variación interanual se incrementó desde el 0,8 % de febrero hasta el 1 % en marzo, pero en abril volvió a descender hasta el 0,7 %. Esto fue resultado principalmente de la evolución de la tasa de variación de los precios de los servicios, que aumentó desde el 0,9 % de febrero hasta el 1,4 % en marzo de 2016, pero en abril retrocedió hasta situarse en el 0,9 %. Por consiguiente, la volatilidad que ha experimentado últimamente la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, puede explicarse en gran medida por un efecto de calendario. Este año, la Semana Santa ha sido en marzo y el año pasado fue en abril, impulsando al alza la tasa de variación interanual de los precios de los servicios en marzo

de 2016 y a la baja en abril, especialmente en el caso de los servicios relacionados con el turismo y los viajes como las vacaciones organizadas. Si se considera una medida del IAPC que, además de la energía y los alimentos, excluye componentes como servicios relacionados con el turismo y los viajes y los artículos de vestir y el calzado —que pueden verse muy afectados por efectos de calendario—, la tendencia inflacionista subyacente es bastante más estable pero no muestra señales claras de impulso alcista.

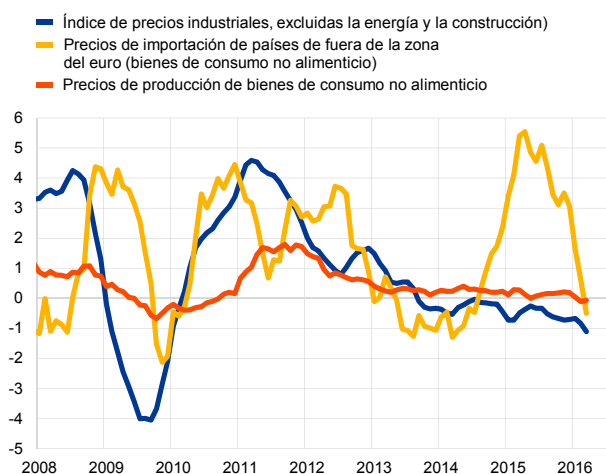
La tasa de variación de los precios de importación pasó a ser negativa y las presiones sobre los precios industriales han continuado siendo moderadas.

En 2015, la tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo, excluidos la energía y los alimentos, fue vigorosa y en abril de ese año alcanzó un máximo histórico del 5,6 %. Como consecuencia de la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro, así como del impacto de las presiones desinflacionistas a escala mundial derivadas de la caída de los precios del petróleo, esta tasa de variación ha disminuido desde entonces y en marzo de 2016 se situó en terreno negativo, en el -0,5 % (véase gráfico 19). El efecto de la desaceleración de los precios de importación es evidente en el componente de bienes de consumo duradero de la inflación medida por el IAPC, que experimentó un pronunciado impulso al alza que actualmente está perdiendo fuerza. Las tasas de inflación de otros componentes de los subíndices de bienes de consumo del IAPC con un contenido relativamente elevado en importaciones, como los bienes de consumo semiduradero, también han disminuido recientemente. Este impacto directo del tipo de cambio efectivo del euro a través de los bienes de consumo importados debe distinguirse de los efectos generales de las variaciones del tipo

de cambio que se transmiten a través de las cadenas de producción y de precios. Dado que estos efectos tardan varios trimestres en materializarse totalmente, la transmisión de la anterior depreciación del tipo de cambio del euro todavía continúa. No obstante, por ahora, la tasa de variación interanual de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio también se mantuvo en un nivel reducido, del $-0,1\%$, en marzo (sin variación con respecto a febrero). Los datos procedentes de encuestas sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción para el período transcurrido hasta mayo de 2016 apuntan a una continuación de las débiles presiones inflacionistas sobre los precios de producción.

Gráfico 19
Precios industriales y precios de importación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Las presiones salariales siguen siendo moderadas.

El crecimiento de los salarios negociados se redujo ligeramente, hasta el $1,4\%$, en el primer trimestre de 2016, frente a una tasa del $1,5\%$ en el cuarto trimestre de 2015 y para el conjunto del año. Es probable que el avance de los salarios esté viéndose frenado por diversos factores, entre los que se incluyen la persistencia de unos niveles elevados de holgura en el mercado de trabajo, un crecimiento relativamente reducido de la productividad asociado al elevado número de empleos que se están creando en sectores de servicios con una productividad comparativamente baja, una inflación reducida y los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países de la zona del euro en años anteriores¹.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han seguido estabilizándose, aunque permanecen en niveles considerablemente inferiores a los de los indicadores de opinión.

La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años ha aumentado recientemente hasta situarse levemente por encima del mínimo histórico registrado a finales de febrero (véase gráfico 20). No obstante, si se considera un período histórico más largo, los indicadores de mercado de la inflación continúan en niveles reducidos. Esto es, en parte, una indicación de que los participantes en el mercado consideran improbable que la inflación repunte en un futuro próximo. Al mismo tiempo, también refleja unas primas de riesgo de inflación actuales que con toda probabilidad son ligeramente negativas, sugiriendo que los indicadores de mercado tienden a subestimar la inflación futura en cierta medida. Pese al bajo nivel de inflación observada y de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación, el riesgo de deflación descontado por el mercado continúa siendo muy limitado. En contraposición a los indicadores de mercado, los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo, como los incluidos en la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE y en las encuestas de Consensus Economics, han mostrado bastante más estabilidad y capacidad de resistencia al ajuste a la baja de las expectativas a más corto plazo. Los resultados de la última

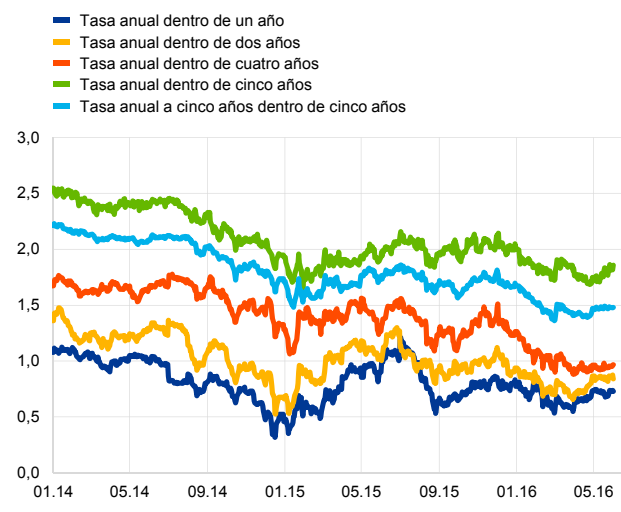
¹ Véase también el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

EPE sitúan la previsión media de las expectativas de inflación dentro de cinco años en el 1,8 %, sin variación con respecto a la encuesta anterior, y el riesgo a la baja para esta expectativa media parece haber disminuido ligeramente.

Gráfico 20

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 1 de junio de 2016.

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

A partir de la información disponible a mediados de mayo, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016 sitúan la inflación medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, previendo un aumento hasta alcanzar el 1,3 % en 2017 y el 1,6 % en 2018 (véase gráfico 17)². Se espera que la evolución de la tasa de variación de los precios de la energía desempeñe un destacado papel en la determinación del perfil de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de proyección. Se prevé que la contribución de la tasa de variación de los precios de la energía pase a ser positiva en 2017, como consecuencia, en particular, de acusados efectos de base al alza. Según las proyecciones, la inflación subyacente (medida, por ejemplo, por la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos) aumentará gradualmente en los próximos

años a medida que la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo y la disminución de la capacidad ociosa de la economía se traduzcan en incrementos de los salarios y de los márgenes de beneficio. Este aumento se verá respaldado por los efectos de las medidas de política monetaria del BCE y por la continuación de la transmisión de anteriores depreciaciones del tipo de cambio efectivo del euro. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen básicamente estables.

5

Dinero y crédito

El crecimiento monetario disminuyó ligeramente en abril, aunque se mantuvo robusto. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos continuó recuperándose gradualmente. Las fuentes internas de creación de dinero volvieron a ser el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Los bajos tipos de interés, así como los efectos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) y del programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del BCE, siguen apoyando el crecimiento monetario y crediticio. Las entidades de crédito han ido trasladando sus

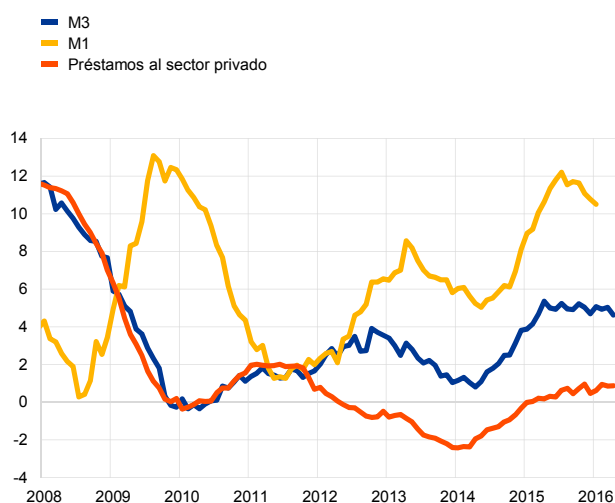
² Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016», publicado en el sitio web del BCE el 2 de junio de 2016.

favorables condiciones de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos, y la recuperación del crecimiento del crédito continúa fortaleciéndose gracias a la mejora de las condiciones de concesión. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras aumentó moderadamente en el primer trimestre de 2016.

El crecimiento del agregado monetario amplio disminuyó ligeramente, aunque se mantuvo robusto. La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo al 4,6 % en abril de 2016, tras haber permanecido en torno al 5 % desde mayo de 2015 (véase gráfico 21). El crecimiento del agregado monetario amplio volvió a sustentarse en los componentes más líquidos. M1 ha mostrado signos de desaceleración recientemente, dado que su tasa de crecimiento interanual también disminuyó en abril de 2016, aunque se mantiene en un nivel elevado. En conjunto, la evolución reciente del agregado monetario estrecho sigue confirmando que la zona del euro permanece en una senda de recuperación económica gradual.

Gráfico 21
M3, M1 y préstamos al sector privado

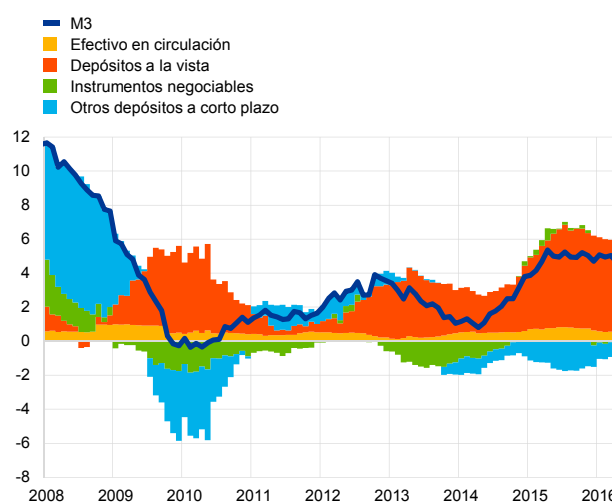
(tasas de variación interanual, datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2016.

Gráfico 22
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 abril de 2016.

Los depósitos a la vista, que representan una parte significativa de M1, continuaron impulsando el crecimiento de M3 (véase gráfico 22). El entorno de tipos de interés muy bajos está incentivando la tenencia de los componentes más líquidos de M3. Esta evolución refleja 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. En cambio, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron disminuyendo en el primer trimestre de 2016 y en abril. Asimismo, la tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, siguió retrocediendo en el primer

trimestre de 2016 y en abril, pese a la recuperación sostenida de las participaciones en fondos del mercado monetario.

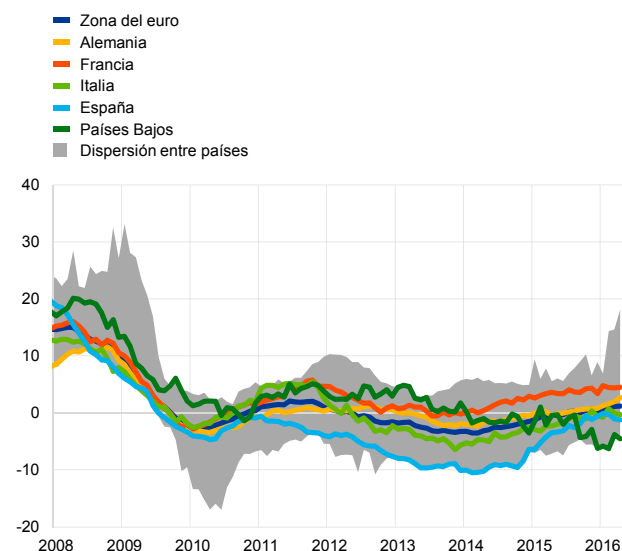
Las fuentes internas de creación de dinero volvieron a ser el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Entre ellas, el crédito a las Administraciones Públicas continuó siendo el factor más importante en la creación de dinero, mientras que el crédito al sector privado registró una recuperación gradual. Esta tendencia refleja las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, entre las que se incluye el programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). Un porcentaje significativo de los activos de este programa fueron adquiridos a instituciones financieras monetarias — IFM— (excluido el Eurosistema). Los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas), cuya tasa de variación interanual ha sido negativa desde junio de 2012, disminuyeron a un ritmo ligeramente menor en abril de 2016. Esta evolución refleja el perfil plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, que ha reducido los incentivos de los inversores para mantener instrumentos bancarios a más largo plazo. El atractivo de las TLTRO como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados es otro factor explicativo. Asimismo, la posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM volvió a ser un lastre para el crecimiento interanual de M3, debido en parte a las salidas de capital de la zona del euro y al reequilibrio continuado de las carteras en favor de instrumentos de fuera de la zona. Esta evolución obedece a las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP.

El crecimiento de los préstamos se recuperó gradualmente, pero el crédito bancario continuó siendo débil. El crecimiento del crédito, tanto a empresas como a hogares, mejoró moderadamente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado se incrementó en el primer trimestre de 2016 y se mantuvo estable en abril (véase gráfico 21). Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo contenida (véase gráfico 23), se recuperó considerablemente con respecto al mínimo del primer trimestre de 2014. Esta mejora es generalizada en los países de mayor tamaño, pese a que las tasas de crecimiento de los préstamos continúan siendo negativas en algunas jurisdicciones. En comparación, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de titulaciones y otras transferencias) repuntó ligeramente en el primer trimestre de 2016 y permaneció básicamente sin variación en abril (véase gráfico 24). Las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (sobre todo debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y las mejoras en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han respaldado estas tendencias. Sin embargo, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y los niveles permanentemente elevados de préstamos dudosos en algunos países siguen lastrando el crecimiento del crédito.

Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual)



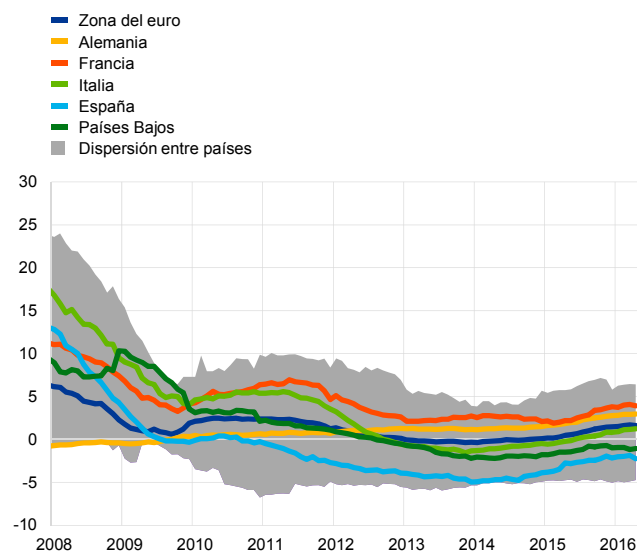
Fuente: BCE.

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 abril de 2016.

Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual)



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 abril de 2016.

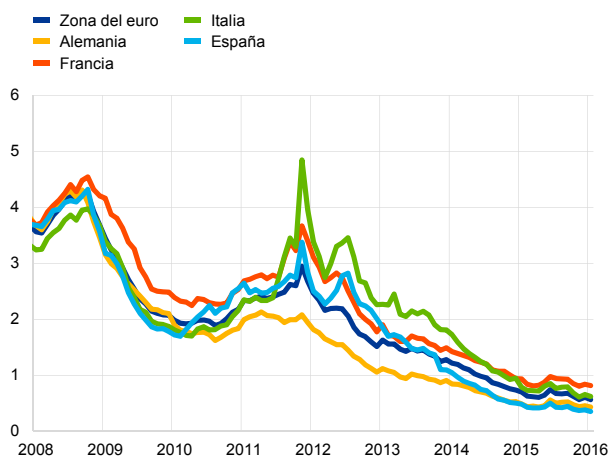
Los cambios en los criterios de aprobación y en la demanda de préstamos contribuyeron de nuevo a mejorar el crecimiento de los préstamos.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2016 identificó algunos factores importantes que explican el aumento de la demanda de préstamos, como el bajo nivel general de tipos de interés, las necesidades de financiación de la inversión en capital fijo y las favorables perspectivas del mercado de la vivienda (véase la encuesta en: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). En este contexto, el programa ampliado de compra de activos tuvo un efecto de relajación neta de los criterios de aprobación y, especialmente, de las condiciones aplicadas a los préstamos. Las entidades de crédito también señalaron que la liquidez adicional procedente del APP y de las TLTRO se había utilizado sobre todo para conceder préstamos. Asimismo, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que el APP ha tenido un impacto negativo en su rentabilidad. Pese a esta evolución positiva, el crecimiento del crédito se mantuvo débil y continuó reflejando factores como la debilidad de las condiciones económicas y el saneamiento de los balances bancarios. Además, en algunas partes de la zona del euro, las restrictivas condiciones de concesión de crédito siguen afectando a la oferta de préstamos.

Gráfico 25

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

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



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

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

Los costes de financiación de las entidades de crédito se han estabilizado en niveles próximos a sus mínimos históricos.

El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito ha ido disminuyendo durante varios años (véase gráfico 25), en un entorno de amortizaciones netas de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. En general, la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, el fortalecimiento de los balances y la menor fragmentación de los mercados financieros han favorecido la disminución de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito. Asimismo, por lo que respecta al acceso de los bancos a la financiación, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2016 muestra que, salvo por las titulizaciones, no se apreciaron nuevas mejoras en el primer trimestre de 2016 en relación con los otros instrumentos de mercado principales.

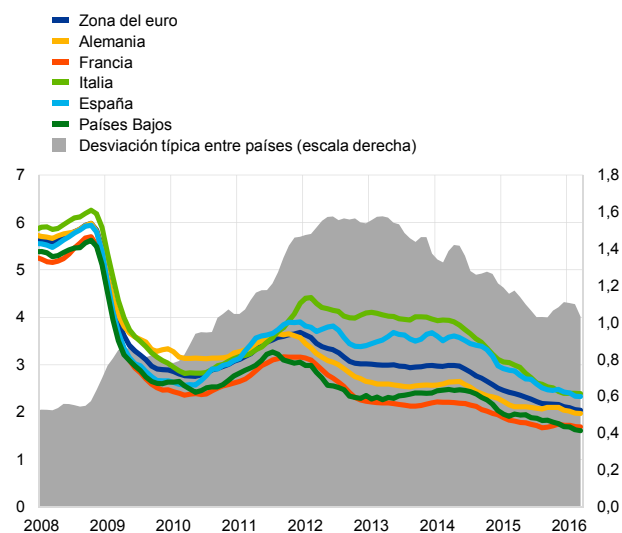
Los tipos de interés del crédito bancario concedido al sector privado volvieron a disminuir (véanse gráficos 26 y 27).

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se han reducido significativamente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde junio de 2014. La menor fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro y la mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios han contribuido de forma positiva a esta evolución. Asimismo, la reducción del coste sintético de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido el descenso de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Desde junio de 2014, las entidades de crédito han ido transmitiendo progresivamente la disminución de sus costes de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos. Entre mayo de 2014 y marzo de 2016, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro se redujeron más de 80 puntos básicos (los tipos de los préstamos bancarios han registrado caídas especialmente acusadas en los países más vulnerables de la zona). En el mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro siguió una trayectoria descendente. En general, esto indica que las pequeñas y medianas empresas se están beneficiando en mayor grado que las grandes empresas de la contracción de los tipos de interés de los préstamos.

Gráfico 26

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



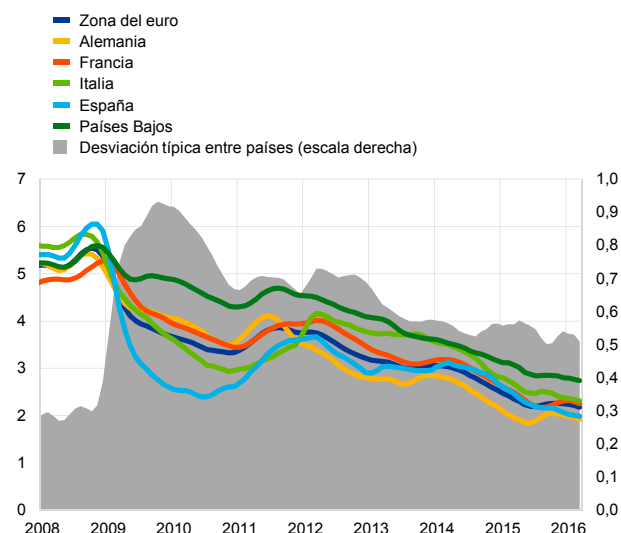
Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a marzo de 2016.

Gráfico 27

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a marzo de 2016.

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó moderadamente en el primer trimestre de 2016. La financiación externa de las sociedades no financieras se sitúa todavía en niveles inferiores a los observados a principios de 2012 (el máximo tras la crisis financiera) y a finales de 2004 (antes del período de excesivo crecimiento del crédito). La recuperación observada desde principios de 2014 en la financiación externa de las sociedades no financieras se ha sustentado en la mejora de la actividad económica, la reducción adicional del coste de los préstamos bancarios, la relajación de las condiciones de concesión de dichos préstamos y el coste todavía muy bajo de los valores de renta fija. Al mismo tiempo, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras siguieron incrementándose en el primer trimestre de 2016 y registraron un nuevo máximo histórico, lo que guarda relación con la preocupación aún existente acerca de la fortaleza de la recuperación mundial y los bajos costes de oportunidad.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras aumentó significativamente en marzo de 2016, tras las contracciones registradas en enero y febrero. El incremento de marzo fue principalmente el producto de factores especiales y se tradujo en un flujo positivo para el conjunto del trimestre. Los datos de mercado muestran que la actividad emisora creció moderadamente en abril y en mayo, sustentada, entre otros, en el paquete de medidas de política monetaria del BCE adoptado en marzo de 2016.

La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se mostró falta de dinamismo en el primer trimestre de 2016.

El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se ha reducido ligeramente desde marzo de 2016, registrando un nuevo mínimo histórico. Esta disminución se explica, fundamentalmente, por la caída del coste de financiación mediante acciones y, en menor medida, por la contracción del coste de financiación mediante valores de renta fija. Esta evolución se vio respaldada por la publicación de datos económicos positivos, el anuncio del paquete de medidas de política monetaria del BCE en marzo y el fenómeno mundial de la caída de los rendimientos.

6 Evolución de las finanzas públicas

Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro continúe reduciéndose durante el horizonte de proyección (2016-2018), debido principalmente a la mejora de las condiciones cíclicas y a la disminución de los pagos por intereses. A tenor de las proyecciones, la orientación conjunta de la política fiscal de la zona del euro será expansiva en 2016, aunque se tornará algo más restrictiva en el período 2017-2018, pese a la existencia de importantes diferencias entre países. La orientación de la política fiscal prevista en varios Estados miembros plantea riesgos de incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En particular, sería necesario que los países con niveles de deuda elevados realicen esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente.

Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuya durante el horizonte de proyección. Sobre la base de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016³, se prevé que la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descienda desde el 2,1 % del PIB en 2015 hasta el 1,4 % del PIB en 2018 (véase cuadro). Las perspectivas presupuestarias han mejorado ligeramente durante el horizonte de proyección en comparación con las proyecciones de marzo de 2016. Esta mejora obedece principalmente a unas perspectivas macroeconómicas más favorables y a unos pagos por intereses menores, al tiempo que se esperan pocos cambios en las políticas fiscales discrecionales. Las proyecciones perfilan un panorama menos optimista que el presentado por los países de la zona del euro en las actualizaciones de sus programas de estabilidad de 2016, que también incluyen medidas presupuestarias que aún no han sido aprobadas ni especificadas detalladamente.

A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será expansiva en 2016, aunque se tornará algo más restrictiva en

³ Véase el artículo «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016», disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201606.es.pdf?8774facfb96d540891ce434a5ab4394b>.

el período 2017-2018⁴. El tono más expansivo de la política fiscal en su conjunto, que puede considerarse adecuado, en general, en vista del grado de holgura que todavía presenta la economía, refleja el impacto de medidas fiscales discrecionales, como recortes de impuestos directos y de cotizaciones sociales en varios países de la zona del euro. Se espera que el tono ligeramente más restrictivo de esta política en el período 2017-2018 se derive de la contención del gasto público, que contrarrestará el efecto de las medidas que incrementan el déficit por el lado de los ingresos. En particular, las proyecciones indican que el aumento de la remuneración de los asalariados y del consumo intermedio será inferior al crecimiento tendencial del PIB nominal. En cambio, se espera que las transferencias sociales y la inversión pública crezcan por encima del potencial. Las proyecciones relativas a la orientación de la política fiscal ocultan importantes diferencias entre países. En el caso de los países para los que se prevé un tono más expansivo de la política monetaria, los factores determinantes de esta orientación varían de unos a otros y abarcan desde el fuerte impacto de la afluencia de refugiados hasta el efecto de las rebajas de impuestos y las medidas presupuestarias que afectan al gasto.

La deuda pública de la zona del euro continuará descendiendo con respecto a los altos niveles actuales. La deuda en relación con el PIB de la zona del euro, que registró un máximo en 2014, se redujo hasta el 90,7 % del PIB en 2015, y, según las previsiones, seguirá disminuyendo gradualmente hasta situarse en el 87,4 % del PIB a finales de 2018. La reducción prevista de la deuda pública se sustenta en una evolución favorable del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, en vista de la mejora de las perspectivas macroeconómicas y del supuesto de unos tipos de interés bajos. Además, los reducidos superávits primarios y los ajustes negativos entre déficit y deuda, reflejo, entre otras cosas, de los ingresos procedentes de las privatizaciones, también contribuirán a la mejora de las perspectivas de deuda. En comparación con las proyecciones de marzo de 2016, se prevé que la disminución de la deuda en relación con el PIB del conjunto de la zona del euro sea algo mayor, debido fundamentalmente al aumento de los superávits primarios y a un diferencial entre crecimiento y tipos de interés más favorable. Si se consideran los distintos países, aunque, según las proyecciones, la deuda en relación con el PIB descenderá en la mayoría de los países de la zona, se espera que la ratio de deuda pública aumente en algunos de ellos durante el horizonte de proyección. En concreto, es necesario que los países con niveles de deuda elevados realicen esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente, ya que su alto endeudamiento les haría especialmente vulnerables si se produjeran nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o un repunte de los tipos de interés.

⁴ La orientación de la política fiscal se mide como la variación del saldo estructural, es decir, el saldo presupuestario ajustado de ciclo, excluidas las medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero. Para un análisis de este concepto, véase el artículo titulado «La orientación de la política fiscal de la zona del euro» en este Boletín Económico.

Cuadro

Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(porcentajes del PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
a. Ingresos totales	46,6	46,8	46,6	46,1	45,9	45,9
b. Gastos totales	49,6	49,3	48,6	48,0	47,6	47,2
<i>De los cuales:</i>						
c. Gasto por intereses	2,8	2,7	2,4	2,2	2,1	2,0
d. Gasto primario (b - c)	46,8	46,7	46,2	45,8	45,5	45,3
Saldo presupuestario (a - b)	-3,0	-2,6	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Saldo presupuestario primario (a - d)	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,3	-1,9	-1,7	-1,9	-1,8	-1,6
Saldo estructural	-2,2	-1,7	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Deuda bruta	91,1	92,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	-0,2	0,9	1,6	1,6	1,7	1,7

Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016.

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

Se aprecian elevados riesgos de incumplimiento del PEC en varios países.

Los Gobiernos han de encontrar un equilibrio en la orientación de su política fiscal que les permita reducir sus elevados niveles de deuda sin frenar la recuperación y seguir cumpliendo plenamente las exigencias del PEC. Es positivo que los países que dispongan de margen de maniobra fiscal lo hayan utilizado. No obstante, los países sin este margen deberían seguir aplicando las medidas necesarias para asegurar la plena observancia del PEC, abordando así los riesgos para la sostenibilidad de la deuda y reforzando su capacidad de resistencia ante futuras perturbaciones. El 18 de mayo, la Comisión Europea dio a conocer sus propuestas de recomendaciones de política económica y fiscal específicas para cada Estado miembro de la UE. Asimismo, identificó riesgos de incumplimiento de las exigencias de consolidación estructural del PEC en muchos países y publicó recomendaciones relativas a la aplicación del PEC⁵. Para garantizar la credibilidad, es esencial que el marco de gobernanza fiscal se aplique con rigurosidad jurídica, transparencia y coherencia en el tiempo y en los distintos países. Además, para ampliar su margen de maniobra fiscal, los países deberían tratar de imprimir a sus políticas fiscales una orientación más favorable al crecimiento.

⁵ Para un análisis de la reciente comunicación de la Comisión Europea, véase el recuadro 5 titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2016», publicado en este Boletín Económico.

Recuadro 1

Implicaciones globales de los bajos precios del petróleo

En este recuadro se analiza el impacto de las caídas del precio del petróleo sobre la actividad mundial en los dos últimos años. Desde mediados de 2014, los precios del petróleo han experimentado un acusado descenso y a principios de 2016 se situaron en el nivel más bajo de los diez últimos años. Desde el máximo registrado en junio de 2014 hasta el mínimo de enero de 2016, los precios del Brent cayeron 82 dólares estadounidenses por barril (70 %). Desde entonces, se han recuperado ligeramente, aumentando en torno a 17 dólares por barril, y las previsiones basadas en los contratos de futuros sobre el petróleo apuntan a una subida solo gradual a medio plazo.

Los factores determinantes de los precios del petróleo han ido cambiando a lo largo del tiempo. Aunque gran parte de la caída de los precios del crudo de 2014 podría atribuirse al aumento significativo de la oferta de petróleo, más recientemente esta reducción ha reflejado la mayor debilidad de la demanda mundial. Por el lado de la oferta, las elevadas inversiones y las innovaciones tecnológicas —especialmente en la extracción de petróleo no convencional (*shale oil*)— se tradujeron en un fuerte incremento de la producción de esta materia prima en un período de menor crecimiento, particularmente en las economías emergentes intensivas en energía, lo que generó presiones a la baja sobre los precios del petróleo. Mientras tanto, la decisión adoptada por la OPEP en noviembre de 2014 de mantener sin variación las cuotas de producción acentuó las presiones bajistas sobre los precios del crudo en un entorno de aumento de las existencias. Sin embargo, últimamente, la posibilidad de que el menor crecimiento a escala mundial haya sido el principal factor determinante de las caídas de los precios del petróleo ha suscitado inquietud.

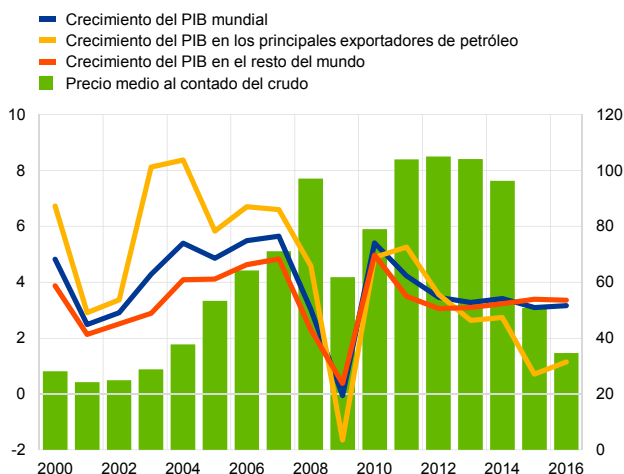
La naturaleza cambiante de las perturbaciones de los precios del petróleo tiene distintas implicaciones para la economía mundial. A principios de 2015 se preveía que la caída de los precios del petróleo, impulsada sobre todo por la oferta, tendría un impacto neto considerablemente positivo sobre la actividad global, principalmente a través de dos canales: i) la redistribución de la renta de los países productores a los países consumidores de petróleo, en los que se esperaba una mayor propensión marginal al gasto, y ii) las mejoras de rentabilidad derivadas de los menores costes de los bienes intermedios energéticos, que podrían estimular la inversión y, por tanto, la oferta total en los países importadores netos de esta materia prima. Sin embargo, el hecho de que, desde la segunda mitad de 2015, el descenso de los precios del petróleo estuviera más determinado por la demanda sugiere un impacto menos positivo sobre la economía mundial. Aunque es posible que el reducido precio del crudo siga sustentando la demanda interna en los países importadores netos de petróleo a través del aumento de la renta real, ello no contrarrestaría necesariamente los efectos más generalizados del debilitamiento de la demanda global.

Las estimaciones de los modelos ponen de relieve en qué medida el impacto de las perturbaciones sobre la economía mundial depende de su naturaleza subyacente. Las simulaciones indican que una caída de los precios del petróleo del 10 % impulsada exclusivamente por la oferta se traduce en un aumento del PIB global de entre el 0,1 % y el 0,2 %, mientras que un descenso de los precios del 10 % motivado únicamente por la demanda suele asociarse a una disminución del PIB mundial superior al 0,2 %. Suponiendo que, por ejemplo, un 60 % de la caída del precio del crudo desde mediados de 2014 se haya debido a la oferta, y el porcentaje restante, a la demanda, el impacto agregado de estas dos perturbaciones sobre la actividad económica global, según los modelos, sería casi nulo (o incluso ligeramente negativo).

La experiencia del año pasado también sugiere que los cambios en los canales de transmisión pueden haber frenado el impacto positivo esperado del descenso de los precios del petróleo sobre la actividad mundial. En comparación con episodios anteriores de caída de los precios del petróleo en las décadas de los ochenta y los noventa del siglo pasado, es posible que el efecto agregado de diversos factores compensatorios haya alterado los mecanismos de propagación de la reciente perturbación de los precios del crudo.

Gráfico A
Desaceleración del crecimiento del PIB en los principales países exportadores de petróleo: comparativa con el resto del mundo

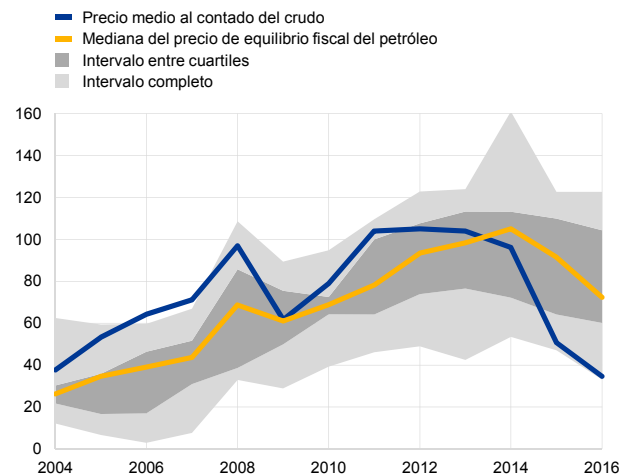
(escala izquierda: crecimiento anual del PIB real en porcentaje; escala derecha: media anual del precio al contado del crudo por barril en dólares estadounidenses)



Fuentes: FMI y cálculos de los expertos del BCE.
Notas: El grupo de los principales países exportadores de petróleo comprende 20 exportadores netos (Argelia, Angola, Azerbaiyán, Canadá, Colombia, Ecuador, Irán, Irak, Kazajistán, Kuwait, Malasia, Nigeria, Noruega, Omán, Catar, Rusia, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Uzbekistán y Venezuela). El precio al contado del crudo es la media simple de tres precios al contado: Dated Brent, West Texas Intermediate y Dubai Fateh. Los datos de 2016 son previsiones del FMI.

Gráfico B
Precios de equilibrio fiscal del petróleo en los principales países exportadores y precio al contado del crudo

(dólares estadounidenses por barril)



Fuentes: *Regional Economic Outlook* del FMI y cálculos de los expertos del BCE.
Notas: El precio de equilibrio fiscal del petróleo se define como el precio del petróleo que equilibra los presupuestos públicos. El gráfico muestra la mediana y el intervalo de los precios de equilibrio fiscal del petróleo en los diez principales países exportadores netos de petróleo de Oriente Próximo, Asia Central y África. El precio al contado del crudo es la media simple de tres precios al contado: Dated Brent, West Texas Intermediate y Dubai Fateh. Los datos de 2016 son previsiones del FMI.

Por un lado, el impacto adverso sobre los países exportadores netos de petróleo parece haber sido bastante acusado, y ha ido acompañado de efectos de contagio negativos en otras economías emergentes. En varios países

exportadores netos de petróleo, la caída de los precios de esta materia prima ha interactuado con otras perturbaciones (como las consecuencias de las tensiones geopolíticas), lo que ha dado lugar a un ajuste macroeconómico significativo. Los principales exportadores netos de petróleo han conseguido amortiguar en cierta medida el impacto adverso inicial del reciente retroceso de los precios sobre su actividad incurriendo en unos abultados y crecientes déficits fiscales. Con todo, el crecimiento del PIB en estos países ha disminuido considerablemente en comparación con el resto del mundo (véase gráfico A). Habida cuenta de que los precios al contado del crudo han caído muy por debajo de los precios de equilibrio fiscal del petróleo, esto es, el nivel de precios necesario para equilibrar los presupuestos públicos (véase gráfico B), la situación de las finanzas públicas se ha vuelto cada vez más complicada en varios de los principales países productores de petróleo, especialmente en aquellos cuyas monedas están vinculadas al dólar estadounidense o están sujetas a acuerdos cambiarios estrechamente controlados (como Irán, Irak, Nigeria, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela). El margen de actuación de la política monetaria también se ha visto limitado en países exportadores de materias primas con tipos de cambio más flexibles (por ejemplo, Canadá, México, Noruega y Rusia). Como consecuencia de la (acusada) depreciación de las monedas de estos países, las presiones inflacionistas han aumentado, lo que ha reducido el margen para relajar la política monetaria en respuesta a la ralentización del crecimiento. Por último, las dificultades financieras han acentuado las caídas de los precios, especialmente en los países con exposiciones en divisas. Aunque la participación de los principales países exportadores de petróleo en la economía mundial es relativamente reducida (alrededor del 15 % del PIB global en términos de paridad de poder adquisitivo), los efectos de contagio negativos a países con los que mantienen estrechos vínculos comerciales o financieros, y los efectos sobre la confianza internacional, han lastrado la actividad económica mundial.

Por otra parte, la recuperación de la demanda en varios países importadores netos de petróleo gracias a los ingresos extraordinarios derivados de los precios más bajos del crudo ha sido bastante limitada hasta el momento.

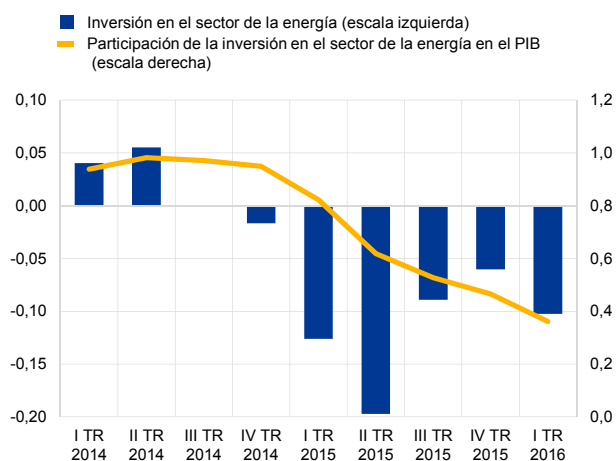
Desde una perspectiva de más largo plazo, esta evolución podría reflejar una menor intensidad energética en comparación con episodios anteriores de caída de los precios del petróleo en las décadas de los ochenta y los noventa del siglo pasado. Más recientemente, otros factores pueden haber restringido la respuesta del consumo al descenso de estos precios en algunos países, aunque a menudo resulta complicado diferenciar empíricamente estos efectos. Así, por ejemplo, el aumento del ahorro de los hogares observado en ciertos países podría estar relacionado con la persistente necesidad de desapalancamiento, que podría haber inducido a los hogares a ahorrar una parte mayor de lo que habría cabido esperar de las ganancias imprevistas derivadas de los precios más bajos del petróleo. Además, posiblemente también hayan influido las expectativas: puede que el gasto aumente solo de manera gradual si ha de transcurrir cierto tiempo para que los hogares consideren que los precios del petróleo se mantendrán en niveles reducidos. Asimismo, entre las economías emergentes, el ahorro público resultante de las menores subvenciones a la energía se ha destinado al saneamiento de las finanzas públicas más que a imprimir un estímulo económico adicional. Por último, es posible

que otros factores, como la evolución de los tipos de cambio y los ajustes a la baja de los precios de las acciones y de otros activos en un entorno de creciente incertidumbre económica mundial, hayan moderado el impacto positivo de los precios más bajos del petróleo sobre el consumo.

Gráfico C

Inversión en el sector de la energía en Estados Unidos

(escala izquierda: contribución al crecimiento intertrimestral del PIB real en puntos porcentuales; escala derecha: porcentaje del PIB)



Fuentes: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos y cálculos de los expertos del BCE.

Si se considera el ejemplo de Estados Unidos como uno de los mayores importadores netos de petróleo, los beneficios de la caída de los precios del petróleo para el consumo han sido menores de lo inicialmente previsto y se han visto contrarrestados, en gran medida, por el fuerte descenso de la inversión asociada a la energía. La

disminución del precio del petróleo ha favorecido el consumo, aunque es posible que la incertidumbre en torno a la persistencia del bajo nivel de los precios del crudo haya afectado a la confianza, lo que implica que el impacto de esta caída fue menor de lo inicialmente esperado. Asimismo, los precios más bajos del crudo tuvieron un efecto considerable sobre la inversión en petróleo no convencional (*shale oil*), que se vio amplificado por el alto grado de apalancamiento de los productores de este tipo de petróleo y su vulnerabilidad a restricciones de financiación. Desde que los precios del crudo empezaron a descender a mediados de 2014, la inversión asociada a la energía acumula una

caída del 65%, contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB (véase gráfico C), al tiempo que el número de pozos de extracción se ha reducido hasta situarse en casi un tercio de la cifra inicial. Con todo, se considera que el impacto estimado, en términos netos, del descenso del precio del petróleo sobre el PIB de Estados Unidos ha sido ligeramente positivo hasta el momento.

En resumen, en comparación con la situación existente hace un año, cuando las caídas del precio del petróleo se debieron sobre todo a factores de oferta, la evolución reciente sugiere que los bajos precios del crudo reflejan cada vez más el debilitamiento de la demanda global. Mientras que se esperaba que una caída de los precios del crudo impulsada fundamentalmente por la oferta tuviese un impacto neto positivo sobre el PIB mundial, es menos probable que un descenso determinado en mayor medida por la demanda preste un respaldo significativo a la actividad global. Además, la valoración del papel desempeñado por los precios más reducidos del crudo está sujeta a un alto grado de incertidumbre. Uno de los factores que contribuyen a esta incertidumbre son los retos en el ámbito de la estabilidad financiera y las finanzas públicas en algunos países exportadores de materias primas. Otro factor sería la inquietud de que se produzca una desaceleración económica más general de las economías emergentes, estimulada por el aumento de los desequilibrios internos y el endurecimiento de las condiciones financieras en algunos países.

Recuadro 2

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 27 de enero y el 26 de abril de 2016

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el primer y el segundo período de mantenimiento de reservas de 2016, comprendidos entre el 27 de enero y el 15 de marzo y entre el 16 de marzo y el 26 de abril, respectivamente. El 10 de marzo de 2016, el Consejo de Gobierno anunció un amplio paquete de medidas de política monetaria, que incluía un recorte de todos los tipos de interés oficiales del BCE, una ampliación del programa de compra de activos en términos de importes mensuales y de activos admitidos, y una serie de cuatro nuevas operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés)¹. Por tanto, durante el segundo período de mantenimiento 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 redujeron hasta el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente, con efectos a partir del 16 de marzo². El 30 de marzo de 2016 se liquidó la séptima TLTRO, por un importe de 7,3 mm de euros, frente a los 18,3 mm de euros liquidados en la TLTRO anterior, en diciembre de 2015. Con ello, el importe total adjudicado en las siete primeras TLTRO ascendió a 425,3 mm de euros³. Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados y bonos de titulización de activos como parte de su programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés)⁴, al ritmo previsto, que se incrementó de 60 mm de euros a 80 mm de euros al mes en el segundo período de mantenimiento.

¹ Puede consultarse la nota de prensa del BCE del 10 de marzo de 2016 en el sitio web del BCE: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html>.

² Las OPF continuaron realizándose mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El mismo procedimiento continuó utilizándose en las operaciones de financiación a plazo más largo (OPFML) a tres meses. El tipo de interés de cada OPFML se fijó en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OPFML. 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.

³ Para más información sobre las adjudicaciones realizadas en las TLTRO, véanse los recuadros correspondientes de pasadas ediciones del Boletín Económico o la información sobre las operaciones de mercado abierto en el sitio web del BCE: www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/index.en.html.

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

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 situaron, en promedio, en 778,6 mm de euros, lo que representa un incremento de 72 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento de 2015). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles, casi en exclusiva, al aumento de 71,1 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos, que alcanzaron la cifra de 664,5 mm de euros (véase cuadro).

Cuadro

Situación de liquidez del Eurosistema

	27 de enero de 2016 a 26 de abril de 2016		28 de octubre de 2015 a 26 de enero de 2016	Segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento	
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.770,1	(+54,3)	1.715,8	1.799,8	(+55,2)	1.744,6	(+24,5)
Billetes en circulación	1.066,1	(+0,9)	1.065,3	1.069,3	(+5,9)	1.063,4	(-9,4)
Depósitos de las AAPP	130,3	(+42,7)	87,6	147,4	(+31,7)	115,6	(+33,2)
Otros factores autónomos	573,7	(+10,7)	563,0	583,2	(+17,6)	565,6	(+0,8)
Instrumentos de política monetaria							
Cuentas corrientes	562,7	(+34,9)	527,9	570,0	(+13,5)	556,5	(-0,6)
Exigencias de reservas mínimas	114,1	(+0,9)	113,2	114,3	(+0,5)	113,9	(+0,6)
Facilidad de depósito	245,0	(+59,3)	185,7	262,0	(+31,5)	230,5	(+33,9)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Activo - Oferta de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.105,9	(-17,0)	1.122,9	1.113,0	(+13,3)	1.099,8	(-24,0)
Activos exteriores netos	616,8	(+5,0)	611,9	627,3	(+19,5)	607,8	(-3,8)
Activos netos denominados en euros	489,0	(-22,0)	511,0	485,7	(-6,2)	491,9	(-20,2)
Instrumentos de política monetaria							
Operaciones de mercado abierto	1.472,2	(+165,3)	1.306,9	1.518,9	(+86,8)	1.432,1	(+81,8)
Operaciones de subasta	521,9	(-10,6)	532,5	518,8	(-5,7)	524,5	(-14,0)
OPF	60,6	(-8,4)	69,1	58,1	(-4,8)	62,9	(-8,7)
Operaciones de financiación a plazo especial	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
OFPLM a tres meses	41,1	(-14,3)	55,3	37,9	(-5,8)	43,7	(-7,9)
OFPLM a tres años	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
OFPLM con objetivo específico (TLTRO)	420,2	(+12,1)	408,1	422,8	(+4,9)	417,9	(+2,6)
Carteras en firme	950,3	(+175,9)	774,4	1.000,1	(+92,5)	907,6	(+95,8)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	19,5	(-1,1)	20,6	19,2	(-0,6)	19,8	(-0,7)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	8,8	(-0,9)	9,8	8,7	(-0,3)	9,0	(-0,6)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	161,3	(+21,1)	140,2	167,0	(+10,7)	156,4	(+11,9)
Programa para los mercados de valores	120,8	(-2,3)	123,1	119,7	(-2,0)	121,7	(-1,2)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	18,7	(+3,4)	15,2	19,2	(+0,9)	18,3	(+2,8)
Programa de compras de valores públicos	621,2	(+155,7)	465,5	666,3	(+83,8)	582,5	(+83,6)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(-0,0)	0,1	0,2	(+0,1)	0,1	(-0,1)
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)							
Necesidades de liquidez agregadas	778,6	(+72,0)	706,5	801,4	(+42,4)	759,0	(+48,9)
Factores autónomos*	664,5	(+71,1)	593,3	687,1	(+41,9)	645,1	(+48,3)
Exceso de liquidez	693,6	(+93,3)	600,3	717,5	(+44,4)	673,1	(+32,9)
Evolución de los tipos de interés (porcentajes)							
OPF	0,03	(-0,02)	0,05	0,00	(-0,05)	0,05	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,28	(-0,02)	0,30	0,25	(-0,05)	0,30	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,35	(-0,09)	-0,25	-0,40	(-0,10)	-0,30	(+0,00)
Eonia medio	-0,286	(-0,101)	-0,184	-0,340	(-0,101)	-0,239	(-0,013)

Fuente: BCE.

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

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

El incremento observado en los factores autónomos fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de absorción de liquidez. Los factores que más contribuyeron a este incremento fueron los depósitos de las Administraciones Públicas, que registraron un avance medio de 42,7 mm de euros y se situaron en 130,3 mm de euros en el período analizado. Esta alza se dividió a partes iguales entre el primer y el segundo período de mantenimiento y reflejó la actitud reacia de algunos Tesoros a colocar su exceso de liquidez a tipos de interés negativos en el mercado, debido a las restricciones de demanda y de tipos. Otros factores autónomos se situaron, en promedio, en 573,7 mm de euros, 10,7 mm de euros más que en el período de análisis anterior, lo que refleja fundamentalmente un incremento de otros pasivos en euros con residentes en la zona del euro. Además, los billetes en circulación ascendieron a un promedio de 1.066,1 mm de euros, un avance de 0,9 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior, siendo la partida que menos contribuyó al aumento total de los factores autónomos.

Los factores de inyección de liquidez disminuyeron durante el período como consecuencia de la reducción de los activos netos denominados en euros. Los activos netos denominados en euros se situaron, en promedio, en 489,0 mm de euros, 22 mm de euros por debajo del importe del período de referencia anterior. La mayor parte de esta caída se produjo durante el primer período de mantenimiento, como consecuencia de la disminución de los activos financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria, así como del ligero aumento de los pasivos mantenidos por entidades de fuera de la zona del euro en los bancos centrales nacionales. Estas entidades aumentaron sus tenencias, pese a la rebaja adicional del tipo de interés de la facilidad de depósito, posiblemente debido a que hay menos alternativas de inversión atractivas en el mercado. Además, los activos exteriores netos se incrementaron en 5 mm de euros, hasta situarse en 616,8 mm de euros. Este incremento se registró exclusivamente en el segundo período de mantenimiento, mientras que en el primero se observó un leve descenso. Esta apreciación de los activos exteriores netos obedeció, principalmente, al aumento del valor del oro en dólares estadounidenses, que solo se vio parcialmente compensado por una revalorización del euro en el primer trimestre de 2016.

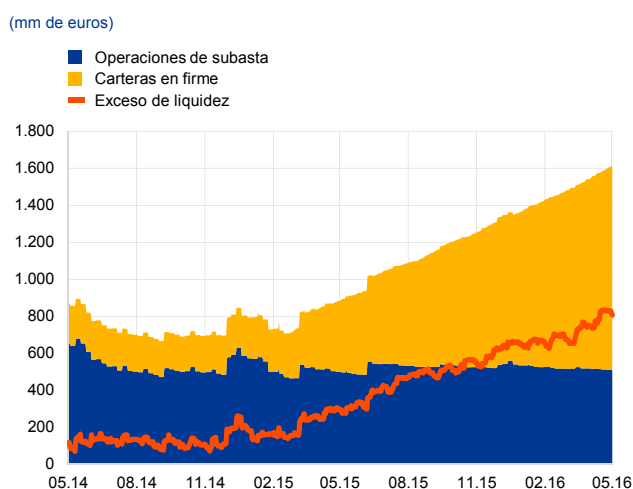
La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada durante el período analizado. Dicha volatilidad reflejó, principalmente, las marcadas fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y, en menor medida, la revalorización trimestral de los activos exteriores netos y de los activos netos denominados en euros. El nivel de volatilidad se mantuvo básicamente sin cambios con respecto al período de referencia anterior, mientras que el nivel de los factores autónomos mantuvo una tendencia al alza. Aun así, el error medio absoluto de las previsiones semanales de los factores autónomos disminuyó en 1,4 mm de euros en el período analizado, hasta la cifra de 6,0 mm de euros, debido a los menores errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y programa de compra de activos— se incrementó en 165,3 mm de euros, hasta situarse en 1.472,2 mm de euros (véase gráfico). Este aumento se debió, íntegramente, al programa de compras de activos.

Gráfico

Evolución de los instrumentos de política monetaria y exceso de liquidez



Fuente: BCE

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta se redujo ligeramente (en 10,6 mm de euros) durante el período analizado, situándose en 521,9 mm de euros. El aumento de la liquidez media inyectada mediante las TLTRO se vio contrarrestado con creces por el descenso de la liquidez proporcionada mediante las operaciones regulares. En concreto, la liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 8,4 mm de euros y 14,3 mm de euros, respectivamente, mientras que el saldo vivo de las TLTRO se incrementó en 12,1 mm de euros durante el período de referencia. Dado que la única TLTRO realizada en 2016 se adjudicó en marzo, la disminución total de la liquidez proporcionada mediante operaciones de subasta fue menos acusada en el segundo período de mantenimiento que en el primero.

La liquidez media proporcionada a través del programa de compra de activos aumentó en

175,9 mm de euros, hasta situarse en 950,3 mm de euros, debido, principalmente, al programa de compras de valores públicos. La liquidez media proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados y del programa de compras de bonos de titulización de activos aumentó en 155,7 mm de euros, 21,1 mm de euros y 3,4 mm de euros, respectivamente. La amortización de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores ascendió a 4,3 mm de euros.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de las citadas inyecciones de liquidez, el exceso medio de liquidez aumentó en 93,3 mm de euros y se situó en 693,6 mm de euros en el período analizado (véase gráfico). El incremento de la liquidez fue más apreciable en el segundo período de mantenimiento, en el que el exceso medio de liquidez registró un alza de 44,4 mm de euros debido al aumento de las compras y a que el incremento de los factores autónomos fue ligeramente más reducido que en el primer período de mantenimiento. El incremento relativamente limitado durante el primer período de mantenimiento obedeció, sobre todo, al mayor avance de los factores autónomos, que absorbió parcialmente el aumento de las adquisiciones en el marco del APP.

El aumento del exceso de liquidez quedó reflejado fundamentalmente en un incremento del recurso medio a la facilidad de depósito, que, con un alza de 59,3 mm de euros, se situó en 245 mm de euros en el periodo analizado. Los saldos medios en cuenta corriente también se elevaron, aunque en menor medida (34,9 mm de euros), y alcanzaron la cifra de 562,7 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Durante el período de referencia, los tipos de interés del mercado monetario siguieron cayendo como consecuencia de la reducción, hasta el -0,40 %, del tipo de interés aplicado a la facilidad de depósito. En el mercado de operaciones sin garantías, el eonia (índice medio del tipo de interés del euro a un día) se situó, en promedio, en el -0,286 %, por debajo del nivel medio del -0,184 % del período de referencia anterior. Aunque el eonia se mantuvo prácticamente sin variación en el primer período de mantenimiento, la rebaja del tipo de interés de la facilidad de depósito en 0,10 puntos porcentuales adicionales, con efectos a partir del comienzo del segundo período de mantenimiento, hizo que el eonia cayera 0,101 puntos porcentuales. En el contexto de aumento continuado del exceso de liquidez, la transmisión de los tipos de interés negativos fue casi inmediata. Además, los tipos de interés a un día en el segmento de operaciones con garantías retrocedieron en línea con el tipo de interés de la facilidad de depósito hasta alcanzar niveles más próximos a este. Los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling⁵ descendieron hasta situarse en el -0,332 % y el -0,321 % para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que supone una disminución de 0,088 y 0,083 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior.

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

Recuadro 3

Bajos tipos de interés e ingresos netos por intereses de los hogares

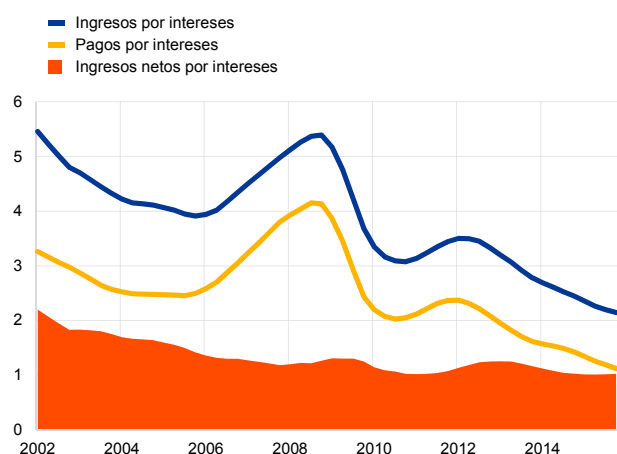
La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE ha reducido sustancialmente los costes de financiación de las empresas y de los hogares, pero también los rendimientos del ahorro. Dado que los hogares no solo se endeudan, sino que también ahorran, surge la cuestión de en qué medida los niveles más bajos de tipos de interés han afectado a los ingresos netos por intereses de este sector. Este análisis es especialmente relevante para evaluar el impacto de los tipos de interés más reducidos sobre el consumo agregado.

Los ingresos por intereses de los hogares han caído 3,2 puntos porcentuales en relación con la renta disponible desde el otoño de 2008. El gráfico A muestra la evolución de la renta de los hogares derivada de sus activos remunerados, como depósitos, bonos y préstamos¹. Sin embargo, no se incluye el efecto de los tipos de interés más bajos en la renta y la riqueza de este sector procedentes de las inversiones en los fondos de pensiones y los proveedores de seguros de vida, ni las plusvalías procedentes de los valores de renta fija y variable a largo plazo.

Gráfico A

Ingresos y pagos por intereses de los hogares de la zona del euro

(porcentaje de la renta bruta disponible)



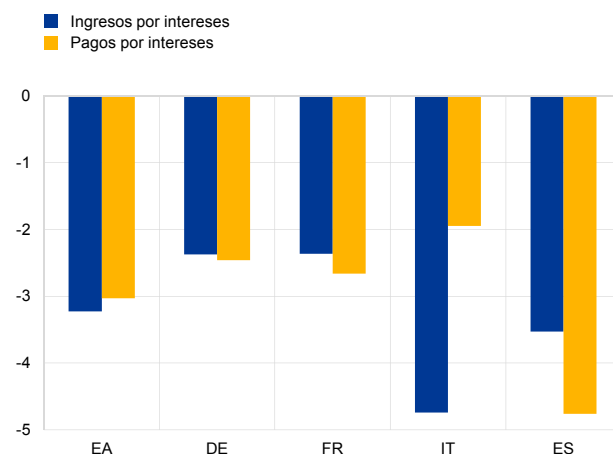
Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Ingresos y pagos por intereses después de la distribución de los SIFMI (servicios de intermediación financiera medidos indirectamente), utilizando sumas de cuatro trimestres. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015.

Gráfico B

Ingresos y pagos por intereses de los hogares III TR 2008-IV TR 2015

(variación en porcentaje de la renta bruta disponible, puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Ingresos y pagos por intereses después de la distribución de los SIFMI (servicios de intermediación financiera medidos indirectamente), utilizando sumas de cuatro trimestres.

¹ Para garantizar la coherencia con la medición de la renta disponible y el consumo de los hogares, los ingresos y pagos por intereses se consideran *después* de la distribución de los servicios de intermediación que las instituciones financieras no cobran explícitamente, pero que se pagan dentro del margen entre los tipos aplicados a los ahorradores y a los deudores. Este enfoque no afecta a las conclusiones del análisis.

Aunque los ingresos por intereses han disminuido, los pagos por este concepto también se han reducido considerablemente. Entre el tercer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2015 los pagos por intereses cayeron alrededor de 3 puntos porcentuales en relación con la renta disponible. La caída que han experimentado los ingresos por intereses es comparable a la que han registrado los pagos por intereses, lo que significa que el promedio de ingresos netos por intereses de los hogares de la zona del euro no se ha visto prácticamente afectado. Asimismo, en la medida en que cada hogar es ahorrador neto o deudor neto, algunos hogares han resultado beneficiados por los niveles más bajos de tipos de interés, mientras que otros han salido perjudicados, en términos de ingresos netos por intereses.

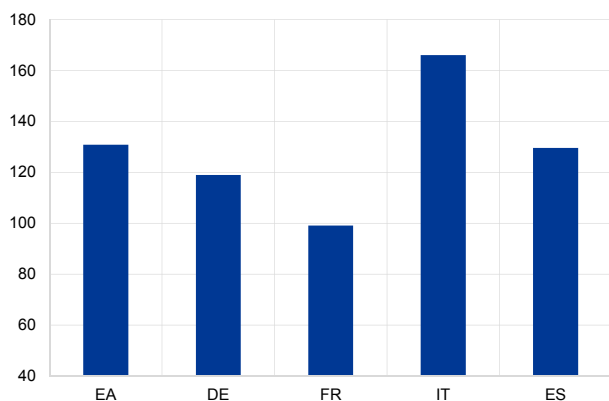
Los ingresos netos por intereses del sector hogares se han mantenido bastante estables en Alemania y en Francia, pero no tanto en Italia y en España. El gráfico B muestra que la caída de los ingresos y de los gastos por intereses es comparable en Alemania y en Francia, lo que significa que la reducción de los tipos de interés ha tenido un efecto mínimo en los ingresos netos por intereses del sector hogares en su conjunto. En cambio, en Italia, los ingresos por este concepto han disminuido más del doble que los pagos por intereses, con el consiguiente impacto negativo en los ingresos netos por intereses totales de los hogares. La razón es que los hogares italianos poseen una cantidad de activos remunerados relativamente elevada (véase gráfico C), mientras que se encuentran relativamente menos endeudados (véase gráfico D). En España, los pagos por intereses han registrado una caída significativamente mayor que los ingresos por este concepto, lo que ha repercutido positivamente en los ingresos netos por intereses totales de los hogares. La disminución más acusada de los pagos por intereses en España obedece al elevado nivel de endeudamiento de este sector (véase gráfico D) y al hecho de que los tipos de interés de una gran proporción de las hipotecas están referenciados a los tipos del mercado monetario. El mayor impacto en los pagos por intereses en España también es coherente con la evidencia de que la política monetaria tiene efectos relativamente acusados en países con hipotecas a tipos ajustables².

² Véase A. Calza, T. Monacelli y L. Stracca, «Housing finance and monetary policy», *Journal of the European Economic Association*, vol. 11, 2013, pp. 101-122.

Gráfico C

Activos remunerados de los hogares

(porcentaje de la renta bruta disponible)



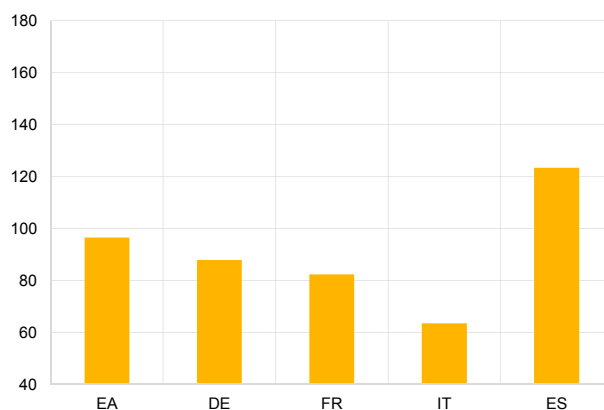
Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Los activos remunerados incluyen el efectivo y depósitos, los valores representativos de deuda y los préstamos, según figuran registrados en las cuentas de la zona del euro. Media del período comprendido entre el tercer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2015 (entre el primer trimestre de 2012 y el cuarto trimestre de 2015 en el caso de Italia), basada en sumas de cuatro trimestres.

Gráfico D

Deuda de los hogares

(porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La deuda de los hogares corresponde a los préstamos, según figuran registrados en las cuentas de la zona del euro. Media del período comprendido entre el tercer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2015 (entre el primer trimestre de 2012 y el cuarto trimestre de 2015 en el caso de Italia), basada en sumas de cuatro trimestres.

Pese a los menores ingresos por intereses de los ahorradores netos, los bajos tipos de interés continúan favoreciendo el consumo privado. Los niveles más reducidos de tipos de interés en general respaldan el consumo presente a través de la sustitución intertemporal del consumo futuro, puesto que la deuda se abarata y el ahorro resulta menos lucrativo. Además, dado que el promedio de los ingresos netos por intereses de los hogares de la zona del euro no se ha visto prácticamente afectado, los tipos de interés más bajos han redistribuido fundamentalmente los recursos, que han pasado de los ahorradores netos a los deudores netos. Dado que los deudores netos suelen tener una mayor propensión marginal al consumo que los ahorradores netos, este canal de redistribución de los tipos de interés más reducidos refuerza el consumo agregado³.

Los niveles más bajos de tipos de interés también respaldan la riqueza y la renta de los hogares a través de otros canales. Los hogares no solo tienden a ser ahorradores, sino que también invierten en otros activos por los cuales no reciben intereses necesariamente. Existe evidencia de que el impacto positivo de los tipos de interés más reducidos en los precios de las acciones y de los bonos de la zona del euro ha sido significativo⁴. Además, la disminución de los costes de financiación no solo ha estimulado la inversión y el consumo, también ha apoyado la renta de los hogares gracias al aumento del empleo. Manteniendo los tipos de interés en niveles reducidos, el BCE ha fomentado la demanda necesaria para que la economía converja a su potencial de crecimiento de forma que, finalmente, los tipos de interés puedan volver a subir.

³ Véase T. Jappelli y L. Pistaferri, «Fiscal policy and MPC heterogeneity», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n.º 4, 2014, pp. 107-136.

⁴ Véase C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto, «Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1864, BCE, noviembre de 2015.

Recuadro 4

Adelanto en la disponibilidad de la estimación de avance del PIB trimestral de la zona del euro: la experiencia inicial

El 29 de abril de 2016, Eurostat publicó por primera vez una estimación preliminar de avance del crecimiento del PIB de la zona del euro y de la UE 30 días después del final del trimestre de referencia (primer trimestre de 2016).

Esta novedad responde a una petición formulada hace tiempo por los usuarios de disponer de información sobre el crecimiento económico en Europa con anterioridad. Su objetivo es establecer un calendario de publicación de las estadísticas de contabilidad nacional de 30, 60 y 90 días desde el final del trimestre de referencia. También trata de respetar el compromiso adquirido por el Sistema Estadístico Europeo (SEE) de proporcionar estadísticas fiables, comparables y disponibles en un plazo adecuado a los responsables de la política económica¹. La estimación de avance del PIB publicada 45 días después del final del trimestre de referencia (que se publica desde mayo de 2003) se ha considerado un paso intermedio hacia la consecución de ese objetivo². Esta estimación se utiliza para analizar la evolución coyuntural de la zona del euro y proporciona información importante para el análisis económico, las proyecciones macroeconómicas y las previsiones a corto plazo del BCE. Eurostat continuará publicando en paralelo este dato inicial hasta que la nueva estimación preliminar de avance del PIB esté más consolidada y aumente el número de países que empiezan a publicar estimaciones nacionales. No obstante, ninguna de las estimaciones de avance facilita información sobre revisiones de los resultados de trimestres anteriores, aunque se observa que las nuevas estimaciones publicadas incluyen revisiones de la estimación preliminar de avance del PIB.

La metodología empleada para elaborar la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro (y de la UE) es la misma que la utilizada para obtener la estimación de avance del PIB con un desfase de 45 días³. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro se estima a partir de datos

¹ Véase [The ESS Vision 2020](#), p. 5.

² Inicialmente, solo cuatro países de la zona del euro (Alemania, Grecia, Italia y Países Bajos) facilitaban a Eurostat estimaciones de avance del crecimiento del PIB nacional con un desfase de 45 días. Eurostat utilizaba indicadores relacionados para estimar el PIB de los principales países de la zona del euro para los que no se disponía de datos. En cierto modo, esto sirvió de base para que los países realizaran sus propias estimaciones de avance. El mayor uso de métodos estadísticos y el intercambio de experiencias entre países también han desempeñado un papel relevante, a pesar de que las estimaciones de avance del PIB no forman parte del marco jurídico del SEC 2010 ni anteriormente del SEC 95.

³ La metodología se explica en el documento de Eurostat titulado «[Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days](#)», *Statistical working papers*, edición 2016. En 2013, esta metodología sustituyó a la utilizada para elaborar la estimación de avance del PIB ([GDP flash estimate](#)) con un desfase de 45 días desde el final del trimestre de referencia.

nacionales agregando las tasas de crecimiento intertrimestral ajustadas de efectos estacionales y de calendario de cada país utilizando las ponderaciones anuales del PIB nacional a precios corrientes del año anterior. A continuación se calcula el PIB de la zona del euro aplicando la tasa de crecimiento estimada correspondiente al trimestre en curso al nivel del PIB del trimestre anterior, obteniendo así la tasa de crecimiento interanual del PIB. La principal diferencia con respecto a la estimación de avance del PIB con un desfase de 45 días radica en la disponibilidad de datos nacionales. La mayor parte de los países de la zona del euro no publican aún estimaciones de avance del PIB con un desfase de 30 días, pero se las facilitan de forma confidencial a Eurostat para que elabore las estimaciones preliminares de avance del PIB de la zona del euro y de la UE. Actualmente, solo seis países de la zona, Bélgica, España, Francia, Letonia, Lituania y Austria (que en 2015 representaban el 39 % del PIB de la zona del euro) publican una estimación de avance del PIB transcurridos 30 días. La estimación preliminar de avance del PIB de la zona correspondiente al primer trimestre de 2016 se basó en información de 11 países de la zona con una cobertura del 94 % del PIB total de la zona, de la cual un 55 % tenía carácter confidencial⁴. El cuadro que figura a continuación proporciona una comparativa de las prácticas nacionales de publicación de datos del PIB, así como el grado de cumplimiento de la obligación establecida en el SEC 2010 de facilitar datos 60 días después del final del trimestre de referencia. Esta comparativa muestra algunas diferencias en lo que se refiere a fecha de publicación, nivel de detalle y calidad en la elaboración de las cuentas nacionales trimestrales que deben tomarse en consideración al analizar los datos.

⁴ Estimación del BCE basada en información facilitada por Eurostat sobre la publicación por primera vez de la [estimación preliminar de avance del PIB](#) y su comunicado de prensa del 29 de abril de 2016.

Cuadro

Datos sobre el PIB y sus componentes publicados en el marco de la contabilidad nacional trimestral

	Estimación preliminar de avance del PIB (desfase de 30 días)		Estimación de avance del PIB (desfase de 45 días)			Segunda estimación del PIB (desfase de 60 días)		
	Crecimiento del PIB	Componentes del PIB	Crecimiento del PIB	¿Estimación o revisión del crecimiento del PIB?	Componentes del PIB	Día de publicación	¿Estimación o revisión del crecimiento del PIB?	Componentes del PIB
Bélgica	Publicado	-	-	-	-	t + 60	Revisión	Sí
Alemania	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 54	Revisión	Sí
Estonia	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 68	Revisión	Sí
Irlanda	-	-	-	-	-	t + 70	Estimación	Sí
Grecia	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 60	Revisión	Sí
España	Publicado	-	-	-	-	t + 55	Revisión	Sí
Francia	Publicado	Sí	-	-	-	t + 60	Revisión	Sí
Italia	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 65	Revisión	Sí
Chipre	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 68	Revisión	Sí
Letonia	Publicado	-	-	-	-	t + 60	Revisión	Sí
Lituania	Publicado	-	-	-	-	t + 60	Revisión	Sí
Luxemburgo	-	-	-	-	-	t + 85	Estimación	Sí
Malta	-	-	-	-	-	t + 70	Estimación	Sí
Países Bajos	-	-	Publicado	Estimación	sí	-	-	-
Austria	Publicado	Sí	-	-	-	t + 60	Revisión	Sí
Portugal	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 60	Revisión	Sí
Eslovenia	-	-	-	-	-	t + 60	Estimación	Sí
Eslovaquia	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 68	Revisión	Sí
Finlandia	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 60	Revisión	Sí
Zona del euro	Publicado	-	Publicado	Revisión	-	t + 68	Revisión	Sí

Fuente: Recopilación del BCE basada en los sitios web de los institutos nacionales de estadística y de Eurostat.

Notas: Las estimaciones de avance del PIB se refieren a datos del primer trimestre de 2016. Las segundas estimaciones del PIB se refieren a datos del cuarto trimestre de 2015. Además de las estimaciones que figuran en el cuadro, algunos países de la zona del euro (por ejemplo, Bélgica y Francia), así como algunos países no pertenecientes a la zona (como el Reino Unido), publican una tercera estimación del PIB alrededor de tres meses después del final del trimestre de referencia, que incluye revisiones de estimaciones anteriores tanto del PIB como de sus principales agregados. Eurostat dejó de publicar la tercera actualización de los datos del PIB de la zona del euro en septiembre de 2014, cuando entró en vigor el SEC 2010. Asimismo, las cuentas trimestrales por sectores (cuya estimación de avance se publica con un desfase de alrededor de 110 días, y la estimación final, dos semanas después) podrían incluir revisiones de los datos publicados en la segunda estimación del PIB de la zona del euro, aunque actualmente no se corresponden con las cuentas nacionales trimestrales de la zona del euro.

La principal dificultad en la elaboración de estimaciones de avance del PIB nacional con un desfase de 30 días se debe a la limitada disponibilidad de datos para el tercer mes del trimestre, mientras que la información disponible para calcular el PIB nacional en estimaciones posteriores mejora de manera significativa. Para obtener la estimación preliminar de avance del PIB nacional, el dato del tercer mes suele estimarse aplicando técnicas de modelización estadística que utilizan la información mensual disponible (como estadísticas a corto plazo, encuestas de opinión empresarial, estadísticas de precios y estimaciones preliminares de los datos disponibles). A escala nacional se aplican diversos métodos para elaborar la estimación de avance del PIB: métodos directos (por ejemplo, modelos autorregresivos con retardos, modelos factoriales dinámicos), métodos indirectos (técnicas de desagregación temporal), modelos de predicción puros (modelos ARIMA, modelos estructurales de series temporales) o modelos multivariantes [de vectores autorregresivos (VAR), modelos estructurales]. La elección de una u otra técnica depende de la disponibilidad de datos nacionales para el tercer mes desde el final del trimestre de referencia, en torno a 28 días. Se aplica el mismo método de compilación que en la contabilidad nacional trimestral con el fin de asegurar un elevado grado de coherencia con los resultados finales.

Aunque es demasiado pronto para valorar la fiabilidad de la nueva estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro, cumple los criterios preestablecidos de calidad recomendada, según las pruebas que ha llevado a cabo Eurostat⁵. En concreto, los resultados obtenidos para la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro fueron los siguientes⁶:

- **Una estimación insesgada** del crecimiento del PIB de la zona del euro con un desfase de 45 días con una revisión media en un rango de +/-0,05 puntos porcentuales y una revisión no superior al 66,7 % en la misma dirección. Con este criterio, los resultados para la zona del euro supusieron una revisión media de 0,0 puntos porcentuales y, en consecuencia, una distribución homogénea de las revisiones al alza y a la baja.
- **Una revisión media absoluta máxima** para la zona del euro de 0,1 puntos porcentuales en comparación con el avance de crecimiento del PIB con un desfase de 45 días y de 0,13 puntos porcentuales con respecto a los datos del PIB publicados en torno a 65 días después del final del trimestre de referencia. Los resultados observados para la zona del euro fueron de 0,06 puntos porcentuales en ambos casos.
- **Una cobertura suficiente** definida como el 70 % del PIB total de la zona del euro. Para los trimestres utilizados en las estimaciones de prueba, la cobertura fue, en promedio, del 83 % del PIB total de la zona, alcanzando de manera sistemática el 94 % en los tres últimos trimestres.

Al examinar los datos correspondientes al primer trimestre de 2016, la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro indicaba un crecimiento intertrimestral del 0,55 %, que se revisó en 0,03 puntos porcentuales a la baja, hasta el 0,52 %, en la publicación de la estimación de avance del PIB con un desfase de 45 días. Esto podría atribuirse, fundamentalmente, a dos factores: en primer lugar, a revisiones derivadas de la disponibilidad de información nacional más adecuada y, en segundo lugar, a una cobertura ligeramente más amplia de la zona del euro (97 % del PIB de la zona).

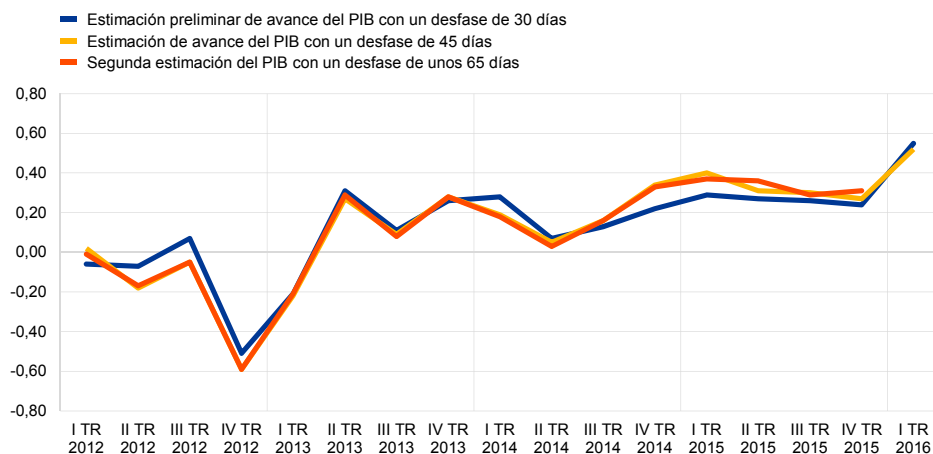
⁵ Las estimaciones de prueba de la zona del euro se realizaron durante los dos últimos años para las tasas de crecimiento intertrimestrales e interanuales basadas en pruebas en tiempo real para ocho trimestres (I TR 2014-IV TR 2015) y ocho trimestres de estimaciones «reconstruidas» para los trimestres I TR 2012-IV TR 2013.

⁶ Información facilitada por Eurostat en su documento «Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days», *Statistical working papers*, edición 2016.

Gráfico

Revisiones del crecimiento del PIB de la zona del euro

(tasas de crecimiento intertrimestral; volúmenes encadenados ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: Eurostat.

El adelanto en la disponibilidad de las estimaciones del crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro de 45 a 30 días después del final del trimestre de referencia representa un importante avance para los responsables de la política económica, lo que redundará en beneficio de los diversos procesos utilizados en la preparación de la política monetaria, como las proyecciones macroeconómicas y las evaluaciones analíticas. La mayor rapidez en la disponibilidad de información sobre la evolución del PIB de la zona del euro y de los países que la integran permitirá realizar un análisis más exhaustivo de sus repercusiones sobre las perspectivas a corto plazo.

Recuadro 5

Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2016

El 18 de mayo de 2016, la Comisión Europea anunció sus propuestas de recomendaciones específicas de política económica y fiscal para todos los Estados miembros de la UE excepto Grecia, incluidas recomendaciones relativas a la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la UE.

Está previsto que las recomendaciones específicas sean aprobadas por los ministros de Economía y Finanzas el 17 de junio y, posteriormente, los días 28-29 de junio, por el Consejo Europeo¹. Las recomendaciones de política fiscal del Consejo tratan de asegurar el cumplimiento del PEC por parte de los respectivos países. Así pues, en las recomendaciones se emiten dictámenes sobre las actualizaciones de los programas de estabilidad y convergencia de 2016 que los Gobiernos debían presentar a la Comisión Europea y al Consejo a mediados de abril. En cuanto al seguimiento, las recomendaciones específicas de política fiscal formuladas para cada país en el marco del Semestre Europeo 2016 deberán quedar reflejadas en los proyectos de planes presupuestarios para 2017 que los países de la zona del euro deben presentar al Eurogrupo y a la Comisión Europea para mediados de octubre. En este contexto, en este recuadro se analizan las recomendaciones de política fiscal dirigidas a los 18 países de la zona del euro no acogidos a un programa.

Según las previsiones de primavera de 2016 de la Comisión Europea, la orientación conjunta de la política fiscal de la zona del euro será ligeramente expansiva en 2016 y 2017². Por un lado, esto indica que los países de la zona del euro que han alcanzado su objetivo presupuestario a medio plazo (OMP), principalmente Alemania, están utilizando parte de su margen de maniobra fiscal. Por otro, también refleja el hecho de que un número considerable de países, incluidos aquellos con niveles elevados de deuda pública, no están cumpliendo los compromisos de ajuste estructural adquiridos en el marco del Pacto (véase cuadro).

En consecuencia, las recomendaciones específicas por país de la Comisión identifican riesgos de incumplimiento del esfuerzo de ajuste estructural que exige el PEC en muchos países de la zona del euro. Según las previsiones de primavera de 2016 de la Comisión Europea, ninguno de los países que en 2015 registraron un déficit por encima del valor de referencia del 3 % del PIB (Portugal, España y Francia) realizarán un esfuerzo de ajuste estructural en el período 2016-

¹ El Semestre Europeo 2016 concluirá formalmente con la adopción de las recomendaciones específicas por país por parte del Consejo de Economía y Finanzas (Consejo ECOFIN) en la reunión que se celebrará el 12 de julio.

² Para un análisis del concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro, véase el artículo titulado «La orientación de la política fiscal de la zona del euro» en este número del *Boletín Económico*.

2017 (es decir, una reducción del déficit presupuestario logrado a través de factores distintos del impacto del ciclo económico y de medidas presupuestarias de carácter temporal). Además, se prevén importantes deficiencias en la consecución del ajuste estructural exigido en los países que actualmente están sujetos al componente preventivo, del Pacto aunque, en determinados casos, las exigencias se han reducido notablemente. En concreto, tras la reciente adopción de un acuerdo sobre la manera de hacer operativa la flexibilidad prevista en el PEC en lo que respecta a las reformas estructurales³, los países que todavía no han alcanzado sus OMP pueden avanzar hacia su consecución más lentamente realizando menores esfuerzos de saneamiento estructural en caso de que apliquen reformas estructurales, efectúen más inversiones e implementen reformas de los sistemas de pensiones⁴. Para algunos países, el ajuste estructural exigido se ha reducido más para que puedan compensar los costes derivados de la acogida de refugiados y del mayor gasto en seguridad. En general, la introducción de esta flexibilidad ha rebajado los requerimientos de avance hacia la consecución del OMP de un promedio del 0,5 % del PIB a un -0,1 % del PIB en 2016⁵. Pese a ello, se espera que los países sujetos al componente preventivo del PEC que todavía no han alcanzado sus OMP incumplan las menores exigencias aplicando políticas fiscales expansivas que, en promedio, equivalen a un -0,3 % del PIB. Esto supone un nuevo retraso en la consecución de los OMP por parte de los Estados miembros y, con ello, dificulta el retorno a unas finanzas públicas sólidas durante la oportunidad única que brindan unas condiciones financieras favorables⁶.

Por consiguiente, las recomendaciones de política fiscal dirigidas a los países varían en función del margen de maniobra fiscal existente.

Las recomendaciones instan a los Estados miembros que se prevé que no cumplan los compromisos de ajuste estructural adquiridos en el contexto del PEC a que apliquen nuevas medidas para garantizar su cumplimiento. Además, se recomienda que los países que todavía no han alcanzado sus OMP y que se espera que mantengan un nivel de deuda de las Administraciones Públicas superior al umbral del 60 % del PIB (Bélgica, Francia, España, Italia, Irlanda, Portugal y Finlandia) utilicen los ingresos imprevistos de que puedan disponer —por ejemplo, el ahorro derivado de unos pagos por intereses más bajos de lo previsto— para reducir el déficit. Al mismo tiempo, entre los países de la zona del euro que ya han logrado sus OMP, se recomienda a Alemania que alcance una tendencia de crecimiento sostenida en la inversión pública, especialmente en infraestructuras, educación, investigación e innovación. En el caso de los Países Bajos se recomienda que se dé prioridad al gasto público con el fin de contribuir a aumentar la inversión en investigación y desarrollo.

³ Para más información, véase la Posición Común del Comité Económico y Financiero sobre flexibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14345-2015-INIT/en/pdf>.

⁴ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Flexibility within the Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2015.

⁵ Quedan excluidos los países que han alcanzado su OMP.

⁶ Véase el recuadro titulado «La eficacia del objetivo presupuestario a medio plazo como ancla de las políticas fiscales», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2015.

Cuadro

Ajuste estructural exigido en el marco del PEC en el período 2016-2017

(puntos porcentuales del PIB)

	Ajuste estructural en 2016	Ajuste estructural exigido en 2016 en el marco del PEC	Por memoria: Ajuste estructural exigido en 2016 en el marco del PEC (excluida la flexibilidad concedida)	Ajuste estructural en 2017	Ajuste estructural exigido en 2017 en el marco del PEC
Componente preventivo del PEC					
Bélgica	0,3	0,3	0,6	0,2	0,6
Alemania	-0,4	0,0	0,0	-0,1	0,0
Estonia	-0,5	0,0	0,0	-0,3	0,0
Irlanda	0,2	0,6	0,6	1,0	0,6
Italia	-0,7	-0,35	0,5	0,0	0,6
Chipre	-1,3	0,0	0,0	-0,9	0,0
Letonia	0,3	0,3	0,8	0,0	-0,1
Lituania	-0,8	-0,7	0,0	0,4	0,1
Luxemburgo	-0,3	0,0	0,0	-1,1	0,0
Malta	0,7	0,6	0,6	0,4	0,6
Países Bajos	-0,6	-0,2	0,0	0,3	0,6
Austria	-0,9	-0,8	0,0	-0,3	0,0
Eslovenia	0,2	0,5	0,6	-0,4	0,6
Eslovaquia	0,2	0,25	0,25	0,6	0,5
Finlandia	-0,2	0,3	0,5	0,1	0,6
Componente corrector del PEC					
Portugal (plazo de corrección fijado en el PDE: 2015)	-0,2	0,6	0,6	-0,3	0,6
España (plazo de corrección fijado en el PDE: 2016)	-0,2	1,2	1,2	-0,1	0,6
Francia (plazo de corrección fijado en el PDE: 2017)	0,0	0,8	0,8	-0,2	0,9

Fuentes: Previsiones de primavera de 2016 de la Comisión Europea y recomendaciones específicas por país.

Notas: En este cuadro, un ajuste exigido de cero corresponde a los países que ya habían cumplido su OMP al principio del año respectivo. Los compromisos de ajuste estructural en el contexto del PEC (segunda y última columna) reflejan la reducción del ajuste concedida a algunos países con el fin de tener en cuenta la flexibilidad otorgada en relación con la aplicación de reformas estructurales, la inversión pública y las reformas de los sistemas de pensiones, así como los costes de acogida de refugiados y el aumento del gasto en seguridad. PDE se refiere al procedimiento de déficit excesivo.

El 18 de mayo, la Comisión Europea también publicó recomendaciones relativas a la implementación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La

Comisión recomendó que se deroguen los procedimientos de déficit excesivo (PDE) de Irlanda y Eslovenia para el plazo fijado, el año 2015, así como que se derogue el PDE de Chipre un año antes de que concluya el plazo establecido en el PDE, 2016. En los informes elaborados con arreglo al apartado 3 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), la Comisión consideró el incumplimiento del criterio de deuda por parte de Bélgica, Italia y Finlandia en 2015 y decidió no abrir un PDE. En el caso de Finlandia, existen factores atenuantes que explican el incumplimiento del valor de referencia para la deuda pública en un 3,1 % del PIB, entre ellos la asistencia financiera prestada a otros países de la zona del euro para salvaguardar la estabilidad financiera y también el impacto negativo del ciclo económico. En cuanto a Bélgica e Italia, los informes de la Comisión tomaron en consideración factores relevantes, entre los que se incluyen: i) el cumplimiento del ajuste estructural exigido en el contexto del componente preventivo del PEC; ii) unas condiciones económicas desfavorables (débil crecimiento y baja inflación) que

dificultan el cumplimiento de la regla sobre la deuda, y iii) la aplicación de reformas estructurales para promover el crecimiento. Para ambos países, en la evaluación del cumplimiento del componente preventivo del PEC en el período 2016-2017 se tuvieron en cuenta las menores exigencias resultantes de la flexibilidad concedida para hacer frente a los costes derivados de la acogida de refugiados y del aumento del gasto en seguridad. Además, en el caso de Italia la flexibilidad adicional que se otorgó para que se realicen reformas estructurales e inversiones, aparte de la flexibilidad anteriormente mencionada, redujo el ajuste estructural exigido en 2016 del 0,5 % del PIB al -0,35 % del PIB, también bajo la asunción del compromiso de las autoridades de cumplir las condiciones establecidas en el PEC en 2017. En el otoño, la Comisión volverá a considerar el grado de cumplimiento de la senda de ajuste hacia la consecución del OMP basándose en el proyecto de plan presupuestario para el año que viene. Las evaluaciones del cumplimiento de la regla sobre la deuda no integraron los incumplimientos previos como factor agravante y tampoco consideraron identificar y cuantificar el impacto de factores relevantes que permitieran asegurar que cualquier discrepancia en el cumplimiento de la regla sobre la deuda quedaba adecuadamente explicada⁷.

En las recomendaciones específicas de la Comisión Europea se aconsejaba ampliar en un año los plazos establecidos en el PDE para Portugal y España, a 2016 y 2017, respectivamente, y que se exija un ajuste estructural del 0,25 % del PIB este año. Se ha de observar que, mientras que las recomendaciones específicas por países se basan en los artículos 121 y 148 del TFUE, el Consejo debe adoptar sus decisiones relacionadas con el procedimiento de déficit excesivo según lo dispuesto en el artículo 126 del TFUE. Asimismo, mientras que el apartado 3, artículo 10, del Reglamento del Consejo (CE) n° 1467/97⁸ establece que el Consejo debe actuar de inmediato en caso de que un déficit excesivo no se haya corregido, la determinación de si las ampliaciones del plazo deberían asociarse a una aceleración del PDE y a posibles sanciones se aplazó a principios de julio. Además, el ajuste estructural recomendado del 0,25 % del PIB se compara con un ajuste de «al menos el 0,5 % del PIB» previsto en el apartado 4, artículo 3, del Reglamento n° 1467/97.

Por último, la Comisión no recomendó la apertura de un procedimiento de desviación significativa a Malta, que, con arreglo al componente preventivo del PEC, se desvió considerablemente del ajuste estructural exigido y del valor de referencia para el gasto en 2015, según las previsiones de primavera de 2016 de la Comisión.

Para garantizar la credibilidad es importante que el marco de gobernanza se aplique con rigurosidad jurídica, transparencia y coherencia en el tiempo y en los distintos países. Como consecuencia de las lecciones extraídas de la crisis, en 2011 y 2013 se introdujeron importantes mejoras en el marco de gobernanza fiscal de la UE. La introducción de la regla sobre la deuda en el componente corrector del PEC y el establecimiento del procedimiento de desviación significativa en el componente preventivo (para asegurar que se realizan suficientes avances hacia la consecución de los OMP) revisten especial importancia en este contexto, al igual

⁷ Véase el artículo titulado «Estrategias de reducción de la deuda pública en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCEB, 2016.

⁸ Reglamento (CE) n° 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo.

que las modificaciones del proceso de toma de decisiones que pretenden proteger a la Comisión Europea de presiones políticas con el objetivo de aumentar el automatismo en la aplicación de normas y sanciones. Para que estas mejoras sean eficaces es esencial una aplicación íntegra, transparente y coherente del PEC. El enfoque relativo a la implementación del PEC en el marco del Semestre Europeo 2016 ha suscitado algunas dudas que deberán ser consideradas.

Artículos

El papel de las instituciones financieras no monetarias de la zona del euro en la intermediación financiera

Ante el lento y prolongado proceso de recuperación del crédito bancario tras la crisis financiera mundial, la participación de las instituciones financieras no monetarias en la intermediación financiera de la zona del euro ha aumentado. De este modo, han contribuido a mitigar los efectos de las crisis financiera y de deuda soberana sobre la economía de la zona del euro. Al mismo tiempo, el desplazamiento observado en la intermediación a favor de instituciones no bancarias puede tener implicaciones para la transmisión de la política monetaria. En particular, las diferencias existentes en materia de regulación y supervisión parecen haber llevado a algunas instituciones financieras no monetarias a ajustar sus exposiciones al riesgo con mayor rapidez que las entidades de crédito en respuesta a cambios en los ciclos económico y financiero, acelerando así la transmisión de la política monetaria, mientras que es posible que otros sectores, como los inversores institucionales de largo plazo, tengan un efecto estabilizador. En este sentido, se ha de analizar la creciente importancia de las instituciones financieras no monetarias que están sujetas a menos regulación y supervisión por sus posibles repercusiones en la transmisión de la política monetaria. Asimismo, la interacción entre todos los intermediarios financieros ha de ser objeto de seguimiento desde la perspectiva de esta política.

1 Introducción

Ante la lentitud con la que se está recuperando la actividad crediticia de las instituciones financieras monetarias (IFM), la participación de instituciones no pertenecientes al sector de IFM en la intermediación financiera en la zona del euro ha ido aumentando desde la crisis financiera mundial. Entre finales de 2008 y el cuarto trimestre de 2015, las instituciones financieras no monetarias aumentaron su porcentaje de activos financieros de las empresas financieras de la zona del euro del 42 % al 57 %. Así pues, estas instituciones han ayudado a canalizar la financiación hacia los diversos sectores de una economía que tradicionalmente se ha apoyado en las entidades de crédito en materia de intermediación financiera.

Entre los principales determinantes de este cambio se encuentra la interacción de diversos factores, de carácter tanto cíclico como estructural. La actividad crediticia de las entidades de crédito de la zona del euro ha ido disminuyendo a medida que estas entidades han tenido que hacer frente a las secuelas de la crisis financiera mundial y de deuda soberana de la zona del euro. La

reducción de la oferta de financiación bancaria es una de las razones del aumento de la actividad de intermediación de las instituciones financieras no monetarias. Al mismo tiempo, el auge de este tipo de instituciones se ha visto respaldado por los reducidos niveles de los tipos de interés tras la crisis financiera, así como por factores estructurales a más largo plazo, entre los que se incluyen las tendencias demográficas y el envejecimiento de la población. Estos factores han derivado en una mayor adquisición de productos ofrecidos por empresas de seguros y fondos de pensiones y en el incremento de los flujos de entrada en fondos de inversión no monetarios, dado que la rentabilidad de los planes de pensiones existentes ha sido inferior a los objetivos. Además, es posible que el arbitraje regulatorio haya transferido ciertas actividades de intermediación de las entidades de crédito a las instituciones financieras no monetarias.

El cambio estructural registrado en la intermediación financiera de la zona del euro, como el desplazamiento de las IFM en favor de instituciones financieras no monetarias, tiene implicaciones para la transmisión de la política monetaria.

La mayor parte de los canales de transmisión de la política monetaria operan influyendo en la manera en que los intermediarios financieros proporcionan financiación a la economía. En este contexto, las entidades de crédito siguen desempeñando un papel muy destacado en la zona del euro. Sin embargo, la creciente importancia de las instituciones financieras no monetarias hace que estén adquiriendo una relevancia cada vez mayor en la transmisión de los impulsos monetarios. En esta función, es posible que las instituciones financieras no monetarias reaccionen de forma diferente que las entidades de crédito ante cambios en la orientación de la política monetaria y, por lo tanto, que alteren el modo en que dicha política se transmite a la economía real a través de los mercados financieros y los balances de los intermediarios.

En particular, ciertas instituciones financieras no monetarias pueden acelerar la transmisión de la política monetaria.

Concretamente, las entidades pertenecientes al sector de otras instituciones financieras (OIF) posiblemente reaccionen con mayor celeridad que los bancos a los impulsos de la política monetaria y a los cambios en las perspectivas económicas y financieras, lo que supone que también se repliegan más rápidamente en períodos de crisis. Esto se debe, en parte, a que algunas instituciones financieras no monetarias están sujetas a una regulación y una supervisión menos estrictas. En cambio, los bancos, como entidades de depósito, mantienen reservas en los bancos centrales y actúan directamente como entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria, por lo que suelen beneficiarse de un mecanismo de respaldo público asociado a un amplio marco regulatorio y supervisor.

En consecuencia, a efectos de la política monetaria, es fundamental comprender las tendencias y la evolución de los sectores de instituciones financieras no monetarias de la zona del euro.

En este contexto, en la sección 2 de este artículo se presentan brevemente las conclusiones de estudios académicos sobre el papel de estos sectores en la transmisión de la política monetaria. En la sección 3 se describe y analiza la función que desempeñan estas instituciones en el sistema financiero de la zona del euro, mientras que la sección 4 se centra en las

tendencias observadas en cada uno de los segmentos que conforman este sector. En las secciones 3 y 4 se ofrecen ejemplos de cambios con implicaciones para la transmisión de la política monetaria derivadas de los resultados descritos en la sección 2. Finalmente, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 Conclusiones

Ante la reducción de la oferta de crédito por parte de las entidades bancarias de la zona del euro tras la crisis financiera mundial y de deuda soberana de la zona, las instituciones financieras no monetarias han desempeñado un papel más importante en la intermediación financiera que ha contribuido a mitigar los efectos de las crisis sobre la economía de la zona del euro. Esta tendencia se ha visto favorecida por unos tipos de interés muy bajos que han llevado a una búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, por factores estructurales, como el envejecimiento de la población en la zona del euro, y por la existencia de cierto margen para el arbitraje regulatorio. En este entorno, destaca especialmente el mayor protagonismo adquirido por los fondos de inversión no monetarios, las empresas de seguros y los fondos de pensiones en la intermediación financiera de la zona del euro en los últimos años. Estas instituciones, que mantienen importantes carteras de valores representativos de deuda y de renta variable, han proporcionado a la economía real un volumen de financiación considerable, aunque no solo en beneficio de la zona del euro, ya que estas carteras suelen presentar una diversificación geográfica global. Del resto de las instituciones financieras no monetarias, es probable que las sociedades de capital-riesgo se hayan beneficiado de la búsqueda de rentabilidad, mientras que las actividades de financiación de las entidades con fines específicos (EFE) a menudo están relacionadas con el arbitraje tributario por parte de las entidades promotoras.

Estos cambios tienen implicaciones para la transmisión de la política monetaria. Como se muestra en la sección 2, los canales de transmisión de la política monetaria a la economía real son aplicables —aunque de manera diferente— tanto a las IFM como a las instituciones financieras no monetarias. Sin embargo, la existencia de diferencias en los modelos de negocio de estos dos grupos de intermediarios financieros de la zona del euro, que tiene también su reflejo en términos de regulación y supervisión, implica que el mayor papel que, en general, han desempeñado las instituciones financieras no monetarias puede acelerar la transmisión —indirecta— de la política monetaria.

La mayor relevancia de las instituciones financieras no monetarias requiere un análisis más integrado de la interacción entre los diferentes intermediarios financieros y los canales de transmisión que complementan o sustituyen a los canales tradicionales de crédito bancario y de tipos de interés. Por lo que respecta a cada uno de los sectores que integran las instituciones financieras no monetarias, es posible que las implicaciones para la transmisión de la política monetaria derivadas de la actividad de los fondos de inversión no monetarios y de las empresas de seguros y fondos de pensiones sean menos significativas. Al igual que las IFM, estas instituciones están sujetas a regulación y a supervisión, lo que

significa que los impulsos de la política monetaria probablemente se trasladen a la economía real de manera similar a como lo hacen en el caso de las IFM, aunque a través de canales diferentes. En cambio, esto no es necesariamente válido para el resto de las instituciones financieras no monetarias. Dado que algunas de estas entidades no están sometidas al mismo grado de escrutinio que las entidades de crédito, precisan un seguimiento especial, ya que la financiación que proporcionan podría presentar un mayor carácter cíclico, lo que afectaría a la estabilidad de la transmisión de la política monetaria. No obstante, concretamente en este segmento del sistema financiero de la zona del euro la información disponible es escasa, aunque las series temporales más largas y las nuevas estadísticas, como los datos por sector «tenedor/emisor», presentadas en el recuadro 2 de este artículo, podrían subsanar algunas de estas deficiencias en el futuro.

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

La orientación de la política fiscal de la zona del euro

En este artículo se considera el concepto de una orientación adecuada de la política fiscal de la zona del euro en su conjunto en el contexto de la arquitectura institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM). A tal fin, se examinan las iniciativas recientes dirigidas a lograr una mejor coordinación de las políticas fiscales nacionales, con el fin de asegurar una orientación adecuada de la política fiscal de la zona del euro en su conjunto que equilibre los objetivos de sostenibilidad de las finanzas públicas y de estabilización macroeconómica.

Existe un consenso generalizado de que las políticas fiscales nacionales deben asegurar la sostenibilidad de la deuda pública, mientras que los estabilizadores automáticos pueden operar libremente para amortiguar perturbaciones específicas de cada país. Al mismo tiempo, en caso de producirse una crisis muy severa, como la profunda recesión de 2008-2009, es posible que los estabilizadores fiscales automáticos no sean suficientes, por sí mismos, para absorber la perturbación y que sea necesario adoptar medidas discrecionales adicionales, siempre que no se ponga en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo. Estos elementos están incorporados en las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Sin embargo, el PEC no incluye normas para los países que hayan superado sus objetivos.

Puede haber circunstancias en las que la instrumentación independiente de las políticas fiscales nacionales no se traduzca en una orientación conjunta adecuada de la política fiscal en la zona del euro. En este artículo se examinan las propuestas del Informe de los cinco presidentes a este respecto, incluida la creación de un Consejo Fiscal Europeo, que se espera que esté operativo en septiembre de 2016, para que asesore a la Comisión Europea sobre la orientación adecuada de la política fiscal a escala tanto nacional como europea respetando las normas del PEC. A más largo plazo, el informe contempla la creación de un Tesoro de la zona del euro para mejorar la toma conjunta de decisiones en materia de política económica y fiscales, y el establecimiento de una función de estabilización macroeconómica en la zona del euro.

1 Introducción

En la Unión Económica y Monetaria (UEM), las políticas fiscales son responsabilidad nacional. En este sentido, deben asegurar la sostenibilidad de la deuda pública y amortiguar perturbaciones específicas de cada país. Unas finanzas públicas sostenibles son un requisito indispensable para garantizar la estabilidad de precios en la zona del euro. Al mismo tiempo, en una unión monetaria, la política fiscal sigue siendo una importante herramienta que los Gobiernos nacionales pueden utilizar para abordar circunstancias específicas de su

país. Dado que no se dispone de una autoridad fiscal competente a nivel del conjunto del área, las políticas fiscales nacionales se rigen por el marco fiscal común de la UE, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), aprobado en 1997 con el fin de hacer operativas las normas presupuestarias del Tratado de Maastricht. En el PEC, las políticas fiscales nacionales se consideran una cuestión de interés común, y deben coordinarse y no permitirse que impongan costes desproporcionados a otros países participantes en la UEM.

El marco del PEC sirve de guía a los Estados miembros para lograr unas finanzas públicas saneadas y proporciona margen de maniobra para amortiguar las fluctuaciones cíclicas normales a través de los estabilizadores automáticos. Los Estados miembros establecen objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP), cuyo fin es afianzar los avances hacia la consecución de unas finanzas públicas sostenibles, al tiempo que dejan margen de maniobra fiscal. Los ajustes necesarios para cumplir el OMP se definen en términos estructurales (es decir, excluyendo el impacto del ciclo económico y de medidas de carácter transitorio) y, por consiguiente, suelen permitir el funcionamiento pleno de los estabilizadores automáticos. Estos ajustes deberían ser suficientes para hacer frente a una evolución cíclica normal a escala nacional. En tales circunstancias, los ajustes discrecionales del ciclo a través de medidas activas de política fiscal no suelen considerarse muy efectivos. Al mismo tiempo, el PEC no incluye normas sobre la instrumentación de la política fiscal en países que hayan superado sus requisitos mínimos, por lo que, a este respecto, es asimétrico.

El actual marco de gobernanza fiscal de la UE no incluye normas o instrumentos para gestionar directamente la orientación conjunta de la política fiscal de la zona del euro, lo que constituye una diferencia clave con federaciones fiscales como Estados Unidos. De hecho, dado que no existen instrumentos de política fiscal a nivel del conjunto del área, la orientación de las finanzas públicas de la zona del euro en su conjunto es simplemente la suma de las orientaciones fiscales de los países de la zona. Con todo, desde una perspectiva agregada, en algunas situaciones parece justificada una gestión más activa del tono de la política fiscal del conjunto de la zona del euro. El PEC contiene disposiciones que permiten que los países apliquen medidas de estímulo fiscal en circunstancias excepcionales, siempre que no pongan en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo. Al mismo tiempo, el PEC no establece ninguna obligación de que los países con margen de maniobra fiscal lo utilicen. Por lo tanto, no hay garantías de que la coordinación de las políticas fiscales nacionales a través del PEC dé como resultado una orientación conjunta adecuada de la política fiscal de la zona del euro. En consecuencia, el Informe de los cinco presidentes, titulado «Completing Europe's Economic and Monetary Union» y publicado a mediados de 2015, pone de relieve la necesidad de reflexionar sobre maneras de asegurar que «la suma de los saldos presupuestarios nacionales conduzca a una orientación adecuada de la política fiscal a nivel de la zona del euro en su conjunto».

El Informe de los cinco presidentes contempla, como fases de una reforma integral de la arquitectura institucional de la UEM, una gestión más activa de la orientación de la política fiscal en la zona del euro en su conjunto. En este

contexto, el informe prevé el establecimiento de un Tesoro de la zona del euro para que las decisiones sobre política fiscal se adopten de manera más colectiva. El informe también propone la creación de una función central de estabilización macroeconómica para complementar la actuación de los estabilizadores automáticos a escala nacional si los presupuestos nacionales se ven desbordados por perturbaciones macroeconómicas muy severas.

En el futuro, al valorar la «idoneidad» de la orientación de la política fiscal a nivel tanto nacional como de la zona del euro, la Comisión Europea estará asesorada por el nuevo Consejo Fiscal Europeo, que está previsto que esté operativo en septiembre de 2016. Según se indica en el Informe de los cinco presidentes, este Consejo «debe conducir a un mejor cumplimiento de las normas fiscales comunes, a un debate público mejor fundamentado y a una coordinación más estrecha de las políticas fiscales nacionales».

Con este trasfondo, en este artículo se considera el concepto de una orientación conjunta adecuada de la política fiscal de la zona del euro en el contexto del marco institucional de la UE. A tal fin, examina las iniciativas recientes dirigidas a lograr una mejor coordinación de las políticas fiscales nacionales, con el fin de asegurar una orientación adecuada de las finanzas públicas de la zona del euro en su conjunto que equilibre los objetivos de sostenibilidad de las finanzas públicas y de estabilización macroeconómica.

El artículo está estructurado como sigue: en la sección 2 se considera brevemente la evolución de la orientación de la política fiscal de la zona del euro en el último decenio. En la sección 3 se analiza el concepto de una orientación conjunta adecuada de esta política en la zona del euro. En la sección 4 se realiza una reflexión sobre los límites a la coordinación del tono de la política fiscal en el actual marco fiscal de la UE y, a partir de este análisis, en la sección 5 se presentan consideraciones institucionales relacionadas con el trabajo del Consejo Fiscal Europeo y de un Tesoro de la zona del euro, y con la creación de una capacidad fiscal de la zona del euro. En la sección 6 se recogen las conclusiones.

2 Conclusiones

Las recientes reformas institucionales han estado dirigidas a reforzar la perspectiva conjunta de la zona del euro al valorar las políticas fiscales de la zona. Tras las reformas introducidas en los reglamentos que conforman el «two-pack» en 2013, el Consejo —basándose en la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro realizada por la Comisión— formula recomendaciones para la zona en su conjunto, que incluyen asesoramiento sobre la idoneidad de la orientación conjunta de la política fiscal de la zona del euro. Los Estados miembros deberían tener en cuenta estas recomendaciones al definir su estrategia de política fiscal en el contexto de las actualizaciones anuales de los programas de estabilidad. Al mismo tiempo, cuando el recién creado Consejo Fiscal Europeo esté operativo, brindará asesoramiento a la Comisión sobre la idoneidad de la orientación de la política fiscal a escala tanto

nacional como de la zona del euro de conformidad con las normas del PEC. Sin embargo, el PEC no incluye ninguna exigencia de contribuir a la orientación de la política fiscal de la zona del euro en su conjunto.

La evaluación de la idoneidad de la orientación de la política fiscal de la zona del euro no es una tarea sencilla. Esta evaluación debe equilibrar diversos objetivos, principalmente en lo que respecta a la sostenibilidad y la estabilización, y tener en cuenta que existen graves problemas de medición, sobre todo en relación con la brecha de producción. Aunque el método utilizado por la Comisión Europea para evaluar la orientación de la política fiscal a escala nacional y de la zona del euro constituye una base útil para el debate, es necesario seguir trabajando para desarrollar un marco metodológico sólido que sea suficientemente robusto como para permitir extraer conclusiones en este ámbito. El cumplimiento de las disposiciones del PEC y la corrección oportuna de los riesgos para la sostenibilidad de la deuda han de ser elementos clave de la evaluación del tono de la política fiscal.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento ofrece flexibilidad para que las políticas presupuestarias de los Estados miembros reaccionen ante fluctuaciones cíclicas al tiempo que aseguren que se avanza adecuadamente hacia la consecución de unas finanzas públicas saneadas y sostenibles. La aplicación íntegra y coherente del PEC es esencial para asegurar que los mercados confíen en la capacidad del marco de gobernanza de la UE para coordinar eficazmente las políticas fiscales en la UEM. Al mismo tiempo, el cumplimiento de las normas del PEC permitirá a los Estados miembros recomponer los colchones fiscales y aumentar su capacidad para amortiguar de manera eficaz perturbaciones económicas futuras.

No obstante, el marco fiscal descentralizado no se traduce necesariamente en una orientación adecuada a escala de la zona del euro. Por lo tanto, parece conveniente incluir dos elementos adicionales en la arquitectura institucional futura de la UEM. En primer lugar, la creación de una función de estabilización macroeconómica en la zona del euro para amortiguar fuertes perturbaciones específicas de cada país que pueden desbordar las capacidades de estabilización nacionales, como ha sucedido en la crisis reciente. El objetivo de esta función centralizada de estabilización macroeconómica no sería dirigir activamente la orientación de la política fiscal de la zona del euro, sino proporcionar un mecanismo adicional de estabilización automática, que reduciría la necesidad de aplicar políticas discrecionales a nivel nacional. Dicha función debería estar diseñada de forma que mantenga los incentivos para una formulación correcta de las políticas fiscales y para abordar las deficiencias estructurales a nivel nacional. Al mismo tiempo, el acceso a una función de estabilización macroeconómica de carácter prospectivo tendría que condicionarse a la realización de avances significativos en la convergencia económica en la zona del euro para lograr estructuras económicas con una capacidad de resistencia similar, asegurando que la función de estabilización no implica transferencias permanentes entre los Estados miembros. Una mayor distribución de riesgos en la zona del euro también debería ir acompañada de una mayor coordinación conjunta de las decisiones de política económica. En segundo lugar, a más largo plazo, el Tesoro de la zona del euro

podría estar dotado de instrumentos de política fiscal para contribuir directamente a determinar la orientación de esta política en la zona. Para ello sería necesaria una cesión de soberanía nacional a instituciones a escala de la zona a través de una modificación del Tratado. Una legitimidad y rendición de cuentas democráticas sólidas son requisitos indispensables para poder establecer un Tesoro de la zona del euro que lleve a cabo funciones de política fiscal.

[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 ²⁾	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 ³⁾ (IAPC)
							Total	Excluidos alimentos y energía					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,5	2,2	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,9	-0,1	7,3	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,1	2,4	2,3	0,6	6,9	1,6	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 II TR	0,8	1,0	0,6	-0,4	1,8	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
III TR	0,7	0,5	0,4	0,4	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
IV TR	0,7	0,3	0,6	-0,4	1,5	0,3	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2016 I TR	.	0,2	0,4	0,4	1,1	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,1	2,1	0,0
2015 Dic	-	-	-	-	-	-	0,9	1,9	0,7	0,2	0,2	1,6	0,2
2016 Ene	-	-	-	-	-	-	1,2	1,9	1,4	0,3	0,0	1,8	0,3
Feb	-	-	-	-	-	-	1,0	1,9	1,0	0,3	0,3	2,3	-0,2
Mar	-	-	-	-	-	-	0,8	1,9	0,9	0,5	-0,1	2,3	0,0
Abr	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,3	2,3	-0,2
May ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	-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) Actualmente no se dispone de datos sobre Argentina debido al estado de emergencia administrativa del sistema estadístico nacional declarado por el Gobierno de este país el 7 de enero de 2016. En consecuencia, Argentina no se incluye en el cálculo del agregado del G-20. La política relativa a la inclusión de Argentina se reconsiderará en el futuro dependiendo de la evolución futura.

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

4) La cifra relativa a la zona del euro es una estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión; datos desestacionalizados)							Importaciones de mercancías ¹⁾				
	Índice PMI compuesto					Índice PMI global ²⁾		Nuevos pedidos exteriores	Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes	
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas					Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	3,1	-0,1	5,5
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,1	54,1	51,5	2,8	3,7	2,3
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,7	53,9	50,3	0,8	3,8	-1,4
2015 II TR	53,3	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	51,1	54,1	49,6	-1,2	-1,0	-1,4
III TR	53,0	55,4	55,1	51,9	49,0	53,9	50,2	54,0	48,8	1,9	1,0	2,6
IV TR	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	1,4	0,2	2,2
2016 I TR	51,1	51,5	54,2	51,2	50,3	53,2	50,6	51,3	49,4	-2,7	0,2	-4,8
2015 Dic	52,2	54,0	55,2	52,2	49,4	54,3	50,9	52,6	49,8	1,4	0,2	2,2
2016 Ene	52,2	53,2	56,2	52,6	50,1	53,6	51,0	52,7	50,1	-0,2	-0,9	0,4
Feb	50,2	50,0	52,7	51,0	49,4	53,0	49,9	50,3	48,9	-1,2	-0,3	-1,9
Mar	51,0	51,3	53,6	49,9	51,3	53,1	51,0	51,1	49,3	-2,7	0,2	-4,8
Abr	51,2	52,4	51,9	48,9	50,8	53,0	49,9	51,6	48,7	.	.	.
May	.	50,8	.	.	.	52,9	.	.	.	.	.	.

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

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

2) Excluida la zona del euro.

2 Evolución financiera

2.1 Tipos de interés del mercado monetario (porcentajes; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 Nov	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08
Dic	-0,20	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	0,53	0,08
2016 Ene	-0,24	-0,22	-0,15	-0,06	0,04	0,62	0,08
Feb	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01
Mar	-0,29	-0,31	-0,23	-0,13	-0,01	0,63	-0,01
Abr	-0,34	-0,34	-0,25	-0,14	-0,01	0,63	-0,02
May	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03

Fuente: BCE.

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

2.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro ^{1), 2)}					Zona del euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 Nov	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77
Dic	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 Ene	-0,45	-0,45	-0,47	-0,23	0,44	0,89	1,47	1,18	-0,47	-0,46	0,43	1,55
Feb	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23
Mar	-0,49	-0,49	-0,49	-0,30	0,26	0,75	1,18	1,03	-0,49	-0,47	0,25	1,21
Abr	-0,54	-0,52	-0,50	-0,27	0,34	0,86	1,28	1,13	-0,50	-0,45	0,33	1,39
May	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19

Fuente: BCE.

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

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

2.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2015 Nov	358,2	3.439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2.080,6	19.581,8
Dic	346,0	3.288,6	652,5	262,8	630,2	278,1	180,2	494,9	391,7	263,6	363,3	811,0	2.054,1	19.202,6
2016 Ene	320,8	3.030,5	589,3	250,1	584,0	252,6	161,6	463,6	379,6	254,3	345,1	769,6	1.918,6	17.302,3
Feb	304,3	2.862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1.904,4	16.347,0
Mar	322,2	3.031,4	598,6	257,6	595,8	271,6	155,9	483,1	366,3	248,1	349,9	746,9	2.022,0	16.897,3
Abr	323,4	3.031,2	623,9	254,7	597,3	273,2	153,6	491,4	364,9	252,3	337,0	772,7	2.075,5	16.543,5
May	319,5	2.983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2.065,6	16.612,7

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 descubierto	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE ³⁾		Por período inicial de fijación del tipo de interés					
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta un año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 años a 10 años	Más de 10 años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2015 Abr	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,02	2,41	2,17	2,35	2,49	2,24
May	0,16	0,82	0,83	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,06	2,36	2,09	2,29	2,45	2,17
Jun	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,03	2,27	2,12	2,31	2,48	2,18
Jul	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,06	2,32	2,21	2,35	2,56	2,22
Ago	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26
Sep	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,38	2,61	2,25
Oct	0,14	0,66	0,64	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26
Nov	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27
Dic	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22
2016 Ene	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,22	2,30	2,40	2,53	2,23
Feb	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,88	5,01	6,13	6,46	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19
Mar ^(p)	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,98	6,35	2,53	1,89	2,09	2,10	2,24	2,38	2,10

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 descubierto	Otros préstamos por tamaño y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2015 Abr	0,19	0,30	0,90	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,60	2,26	1,63	1,93	2,02	2,34
May	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,50	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,25
Jun	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,47	2,87	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,03	2,24
Jul	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,04	2,17
Ago	0,17	0,24	0,92	3,16	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,23	1,42	1,53	2,03	2,15
Sep	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,51	2,89	2,03	2,25	2,21	1,53	1,87	2,17	2,22
Oct	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,45	1,69	2,02	2,15
Nov	0,16	0,23	0,84	3,05	3,14	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,43	1,62	1,98	2,12
Dic	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,47	1,77	1,92	2,08
2016 Ene	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,39	1,67	2,07	2,09
Feb	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,33	1,47	1,74	2,01
Mar ^(p)	0,13	0,14	0,87	2,89	3,04	3,22	2,68	1,92	2,03	2,02	1,36	1,77	1,77	2,04

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 financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC*	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas
Corto plazo														
2013	1.255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1.318	542	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.260	517	139	.	61	478	65	334	150	36	.	32	82	34
2015 Oct	1.336	547	146	.	74	509	60	363	172	32	.	32	86	42
Nov	1.348	554	146	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
Dic	1.260	517	139	.	61	478	65	295	133	51	.	27	57	26
2016 Ene	1.284	524	142	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33
Feb	1.300	535	141	.	71	487	66	317	143	31	.	30	81	31
Mar	1.283	515	134	.	72	493	69	319	123	37	.	30	89	40
Largo plazo														
2013	15.111	4.403	3.090	.	921	6.069	628	222	70	39	.	16	89	9
2014	15.130	4.046	3.162	.	995	6.285	642	220	65	43	.	16	85	10
2015	15.179	3.783	3.211	.	1.067	6.482	637	213	66	44	.	13	81	8
2015 Oct	15.332	3.856	3.289	.	1.050	6.500	636	232	78	43	.	12	89	10
Nov	15.376	3.866	3.275	.	1.063	6.528	644	196	67	34	.	16	67	11
Dic	15.179	3.783	3.211	.	1.067	6.482	637	154	49	61	.	16	23	4
2016 Ene	15.150	3.753	3.188	.	1.053	6.522	634	205	75	23	.	6	93	8
Feb	15.086	3.750	3.107	.	1.046	6.550	633	208	65	42	.	4	88	10
Mar	15.097	3.727	3.071	.	1.056	6.604	639	246	73	38	.	25	94	17

Fuente: BCE.

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

* Sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización.

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC*	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas				
Saldo vivo											
2013	16.366,6	4.886,4	3.214,6	.	987,4	6.598,1	680,1	5.649,0	569,1	742,5	4.337,4
2014	16.448,0	4.588,1	3.290,7	.	1.053,3	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3
2015	16.439,0	4.300,1	3.349,8	.	1.127,8	6.959,9	701,4	6.744,8	586,1	911,6	5.247,1
2015 Oct	16.667,7	4.403,1	3.434,8	.	1.124,2	7.009,4	696,2	6.832,1	612,1	888,4	5.331,5
Nov	16.723,7	4.420,6	3.420,4	.	1.136,3	7.036,3	710,2	7.029,8	613,9	942,2	5.473,7
Dic	16.439,0	4.300,1	3.349,8	.	1.127,8	6.959,9	701,4	6.744,8	586,1	911,6	5.247,1
2016 Ene	16.433,8	4.276,6	3.329,8	.	1.120,9	7.005,5	701,1	6.343,8	490,7	858,0	4.995,1
Feb	16.386,2	4.285,1	3.248,0	.	1.117,1	7.037,1	698,9	6.240,6	471,7	877,4	4.891,6
Mar	16.380,1	4.242,2	3.205,5	.	1.128,0	7.097,1	707,3	6.419,7	483,4	902,0	5.034,3
Tasa de crecimiento											
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7
2015	-0,2	-6,9	3,2	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2015 Oct	0,1	-6,0	2,4	.	4,3	2,4	0,1	1,0	3,3	1,0	0,7
Nov	0,0	-5,7	1,5	.	4,5	2,2	1,2	1,0	3,0	1,5	0,6
Dic	-0,2	-6,9	3,2	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2016 Ene	-0,7	-7,7	1,7	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,5	0,7
Feb	-1,2	-7,2	-0,8	.	2,8	2,0	-0,5	1,0	3,3	1,2	0,7
Mar	-1,3	-6,9	-2,5	.	3,3	2,2	0,1	0,9	3,3	1,5	0,6

Fuente: BCE.

* Sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización.

2 Evolución financiera

2.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM real ²⁾	CLUT real	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	102,1	98,6	111,9	95,6
2014	101,8	97,8	96,7	91,3	102,4	100,2	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,1	83,4	91,4	91,2	106,5	87,9
2015 II TR	91,2	87,5	88,2	82,2	90,4	90,1	104,4	86,3
III TR	92,7	88,7	89,6	83,8	92,3	91,4	107,6	88,6
IV TR	92,4	88,3	89,3	83,9	91,0	91,0	107,7	88,3
2016 I TR	94,1	89,5	90,8	.	.	.	110,4	90,1
2015 Dic	92,5	88,2	89,3	-	-	-	108,0	88,4
2016 Ene	93,6	89,1	90,3	-	-	-	109,9	89,6
Feb	94,7	90,0	91,4	-	-	-	111,3	90,9
Mar	94,1	89,5	90,9	-	-	-	110,0	89,9
Abr	94,8	90,0	91,6	-	-	-	110,6	90,2
May	95,1	90,2	91,8	-	-	-	111,1	90,4
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2016 May	0,2	0,1	0,2	-	-	-	0,4	0,2
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2016 May	3,8	2,6	3,6	-	-	-	6,1	4,5

Fuente: BCE.

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

2) Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el grupo de socios comerciales TCE-19.

2.9 Tipos cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslopi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 II TR	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
III TR	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
IV TR	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2016 I TR	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
2015 Dic	7,019	7,640	27,027	7,461	314,398	132,358	4,290	0,726	4,5033	9,245	1,083	1,088
2016 Ene	7,139	7,658	27,027	7,462	314,679	128,324	4,407	0,755	4,5311	9,283	1,094	1,086
Feb	7,266	7,636	27,040	7,463	310,365	127,346	4,397	0,776	4,4814	9,410	1,102	1,109
Mar	7,222	7,559	27,051	7,457	311,154	125,385	4,293	0,780	4,4666	9,285	1,092	1,110
Abr	7,346	7,495	27,031	7,443	311,462	124,287	4,311	0,792	4,4724	9,203	1,093	1,134
May	7,386	7,498	27,026	7,439	314,581	123,214	4,404	0,778	4,4991	9,295	1,106	1,131
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2016 May	0,5	0,0	0,0	-0,1	1,0	-0,9	2,2	-1,8	0,6	1,0	1,2	-0,2
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2016 May	6,8	-0,8	-1,4	-0,3	2,7	-8,6	7,9	7,8	1,2	-0,1	6,4	1,4

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Total ¹⁾			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2015 I TR	22.500,8	23.313,7	-812,9	9.479,7	7.094,0	7.296,1	10.971,1	-67,3	5.101,9	5.248,6	690,4	13.190,0
II TR	22.094,2	22.748,5	-654,3	9.382,6	7.171,3	7.193,4	10.532,3	-26,1	4.885,9	5.044,9	658,5	12.815,0
III TR	21.653,1	22.261,8	-608,6	9.384,2	7.265,4	6.854,8	9.999,3	-33,6	4.803,5	4.997,1	644,2	12.660,8
IV TR	22.101,4	22.519,6	-418,2	9.694,9	7.521,1	7.169,5	10.157,5	-42,6	4.635,4	4.840,9	644,2	12.498,8
<i>saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2015 IV TR	212,5	216,5	-4,0	93,2	72,3	68,9	97,7	-0,4	44,6	46,5	6,2	120,2
Transacciones												
2015 II TR	95,8	3,1	92,7	123,9	130,7	135,9	8,7	-0,1	-161,5	-136,3	-2,4	-
III TR	87,3	35,8	51,5	119,3	131,9	24,3	-67,4	-0,8	-58,2	-28,8	2,7	-
IV TR	31,3	-149,9	181,2	114,7	77,7	106,2	-31,3	45,1	-239,3	-196,3	4,6	-
2016 I TR	354,5	288,3	66,2	94,3	67,0	116,0	-32,3	7,1	136,0	253,6	1,1	-
2015 Oct	235,4	109,0	126,3	119,5	62,6	63,4	24,4	8,0	50,6	22,1	-6,0	-
Nov	-74,3	-47,6	-26,7	-84,7	-14,3	23,7	1,9	17,9	-33,6	-35,2	2,5	-
Dic	-129,8	-211,3	81,5	80,0	29,5	19,1	-57,5	19,3	-256,2	-183,3	8,1	-
2016 Ene	172,1	194,7	-22,6	1,8	32,8	23,8	-50,4	10,1	137,7	212,3	-1,1	-
Feb	169,8	132,4	37,4	66,5	22,0	44,4	-21,7	4,6	53,1	132,0	1,1	-
Mar	12,5	-38,8	51,3	25,9	12,1	47,8	39,8	-7,5	-54,8	-90,7	1,1	-
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2016 Mar	568,9	177,3	391,6	452,2	407,3	382,4	-122,1	51,3	-323,1	-107,8	6,0	-
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2016 Mar	5,5	1,7	3,8	4,3	3,9	3,7	-1,2	0,5	-3,1	-1,0	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⁾	
					Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>												
2013	9.931,8	9.595,2	5.558,5	2.094,5	1.949,0	1.004,3	573,1	366,7	-6,8	336,6	4.373,4	4.036,7
2014	10.106,4	9.732,9	5.631,1	2.128,5	1.984,6	1.007,5	595,7	376,3	-11,3	373,6	4.521,3	4.147,8
2015	10.400,2	9.940,4	5.738,0	2.169,1	2.054,2	1.020,5	631,9	396,5	-20,8	459,7	4.751,0	4.291,3
2015 I TR	2.573,8	2.462,9	1.421,0	538,3	509,0	255,8	154,9	97,0	-5,4	110,9	1.167,6	1.056,8
II TR	2.591,7	2.473,5	1.433,0	540,4	510,1	253,4	155,6	99,8	-10,0	118,2	1.196,8	1.078,7
III TR	2.606,9	2.490,4	1.439,4	543,0	513,6	253,8	156,7	101,7	-5,6	116,5	1.195,2	1.078,7
IV TR	2.624,0	2.510,0	1.444,1	546,4	521,6	256,4	161,2	102,7	-2,1	114,0	1.192,5	1.078,4
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2015	100,0	95,6	55,2	20,9	19,8	9,8	6,1	3,8	-0,2	4,4	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2015 II TR	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-1,0	0,2	2,7	-	-	1,7	1,0
III TR	0,3	0,7	0,5	0,3	0,4	0,0	0,5	1,3	-	-	0,2	1,2
IV TR	0,3	0,6	0,2	0,6	1,3	1,1	2,0	0,9	-	-	0,2	0,9
2016 I TR	0,5	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>tasas de variación interanual</i>												
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-2,5	0,1	-	-	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,8	0,8	1,3	-0,5	4,1	2,1	-	-	4,1	4,5
2015	1,6	1,8	1,7	1,3	2,7	0,7	5,2	4,2	-	-	5,0	5,7
2015 II TR	1,6	1,4	1,7	1,2	2,6	0,4	4,6	5,2	-	-	6,0	5,8
III TR	1,6	1,9	1,8	1,2	2,5	0,4	3,1	6,9	-	-	4,6	5,5
IV TR	1,6	2,2	1,5	1,6	3,4	1,2	5,0	6,5	-	-	3,6	5,3
2016 I TR	1,5	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2015 II TR	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	-	-
III TR	0,3	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,4	-	-
IV TR	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3	-	-
2016 I TR	0,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	-	-
2015	1,6	1,7	0,9	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	0,0	-0,1	-	-
2015 II TR	1,6	1,3	1,0	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	-0,4	0,3	-	-
III TR	1,6	1,8	1,0	0,3	0,5	0,0	0,2	0,3	0,1	-0,2	-	-
IV TR	1,6	2,2	0,8	0,3	0,7	0,1	0,3	0,2	0,3	-0,6	-	-
2016 I TR	1,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3 Actividad económica

3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividad inmobiliaria	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2013	8.927,3	152,3	1.737,0	458,1	1.680,2	412,6	442,3	1.030,6	945,2	1.751,4	317,6	1.004,5
2014	9.073,5	146,7	1.756,9	461,6	1.711,1	417,6	453,9	1.051,0	968,0	1.781,8	324,8	1.033,0
2015	9.329,3	146,4	1.815,9	469,8	1.771,3	431,1	456,4	1.075,8	1.008,2	1.821,1	333,4	1.070,9
2015 I TR	2.312,6	36,1	451,1	117,1	438,5	106,3	114,9	265,7	247,8	452,5	82,5	261,2
II TR	2.324,2	36,2	453,6	116,4	441,1	107,4	114,5	267,6	250,9	453,5	83,0	267,4
III TR	2.337,7	36,7	454,3	117,0	444,4	108,3	113,7	270,5	253,3	456,0	83,6	269,2
IV TR	2.351,7	37,4	454,4	118,7	447,3	109,2	113,1	271,9	256,3	459,2	84,2	272,3
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2015	100,0	1,6	19,5	5,0	19,0	4,6	4,9	11,5	10,8	19,5	3,6	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2015 I TR	0,6	0,8	1,0	0,6	0,8	0,5	0,6	0,1	1,0	0,3	0,2	0,1
II TR	0,3	0,3	0,4	-0,5	0,4	0,9	0,1	0,1	0,9	0,1	0,3	1,0
III TR	0,3	0,6	0,2	-0,1	0,5	0,5	-0,6	0,7	0,6	0,1	0,4	0,3
IV TR	0,2	0,5	-0,5	1,0	0,3	0,8	0,3	0,3	0,6	0,2	0,4	1,2
<i>tasas de variación interanual</i>												
2013	-0,2	3,2	-0,6	-3,3	-0,8	2,5	-2,5	1,1	0,3	0,4	-0,5	-1,1
2014	0,9	3,1	0,6	-0,9	1,4	2,0	-0,6	1,3	1,4	0,5	1,2	0,8
2015	1,5	0,8	1,8	0,3	2,0	2,7	0,8	1,1	2,7	0,8	1,1	2,6
2015 I TR	1,2	0,6	1,2	-1,0	1,7	2,5	1,1	1,0	2,2	0,6	0,8	2,2
II TR	1,5	0,6	1,8	0,1	2,1	3,1	1,3	0,7	2,7	0,8	1,0	2,6
III TR	1,5	0,2	1,9	0,2	2,0	2,4	0,2	1,1	2,8	0,7	0,9	2,9
IV TR	1,5	2,2	1,1	0,9	1,9	2,7	0,4	1,2	3,1	0,7	1,3	2,7
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2015 I TR	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
II TR	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III TR	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
IV TR	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2015	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015 I TR	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
II TR	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-
III TR	1,5	0,0	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
IV TR	1,5	0,0	0,2	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Actividad económica

3.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Actividad económica

3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones ¹⁾	Sub-empleo, % de población activa ¹⁾	Desempleo											Tasa de vacantes ²⁾
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2013			100,0		81,3		18,7		53,6		46,4			
2013	159,334	4,6	19,217	12,0	5,9	15,623	10,7	3,594	24,4	10,299	11,9	8,918	12,1	1,4
2014	160,308	4,6	18,630	11,6	6,1	15,214	10,4	3,417	23,7	9,932	11,5	8,699	11,8	1,5
2015	160,556	4,5	17,438	10,9	5,6	14,293	9,8	3,145	22,3	9,252	10,7	8,187	11,0	1,6
2015 II TR	160,462	4,6	17,690	11,0	5,7	14,518	9,9	3,172	22,5	9,404	10,9	8,286	11,2	1,5
III TR	160,591	4,4	17,213	10,7	5,3	14,098	9,6	3,115	22,2	9,134	10,6	8,079	10,9	1,5
IV TR	161,081	4,4	16,909	10,5	5,4	13,838	9,4	3,071	22,0	8,939	10,3	7,971	10,7	1,6
2016 I TR	.	.	16,640	10,3	.	13,622	9,3	3,018	21,7	8,727	10,1	7,913	10,6	.
2015 Nov	-	-	16,878	10,5	-	13,821	9,4	3,057	21,9	8,903	10,3	7,975	10,7	-
Dic	-	-	16,824	10,5	-	13,770	9,4	3,054	21,9	8,894	10,3	7,930	10,7	-
2016 Ene	-	-	16,741	10,4	-	13,693	9,3	3,048	21,9	8,792	10,1	7,949	10,7	-
Feb	-	-	16,695	10,4	-	13,655	9,3	3,040	21,8	8,760	10,1	7,935	10,7	-
Mar	-	-	16,483	10,2	-	13,517	9,2	2,966	21,4	8,629	10,0	7,854	10,6	-
Abr	-	-	16,420	10,2	-	13,489	9,2	2,932	21,1	8,543	9,8	7,877	10,6	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Sin desestacionalizar.

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

3.5 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción industrial						Producción de la construcción	Índice del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matriculaciones de automóviles
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible	
	Manu-facturas	Bienes inter-medios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
tasas de variación interanual													
2013	-0,7	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	1,7	3,2	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	1,6	1,7	0,9	2,1	2,0	0,5	-0,8	2,6	2,8	1,7	3,7	2,7	8,8
2015 II TR	1,4	1,8	1,0	2,7	1,0	-1,1	-0,9	5,3	2,7	1,7	3,6	2,8	7,0
III TR	1,9	2,2	1,0	2,8	2,8	0,0	-1,1	2,1	3,4	2,6	4,1	3,0	9,4
IV TR	1,3	1,7	1,6	1,7	1,7	-1,9	0,5	1,5	2,5	1,3	3,4	2,0	10,0
2016 I TR	1,5	2,2	2,0	3,3	1,5	-2,9	1,9	0,6	2,3	1,8	2,9	0,9	9,4
2015 Nov	1,8	2,0	2,3	2,0	1,5	-0,6	0,6	3,3	2,1	1,0	2,8	2,0	11,0
Dic	0,0	0,7	0,9	-0,5	2,4	-5,5	0,8	0,6	2,8	1,5	3,7	2,8	13,7
2016 Ene	3,5	4,6	2,5	5,3	6,8	-2,7	4,9	1,2	2,2	1,3	3,4	-0,6	10,8
Feb	1,0	2,1	2,4	3,4	0,8	-5,3	3,4	1,3	2,7	2,6	3,0	0,8	10,3
Mar	0,2	0,2	1,1	1,6	-2,5	-0,7	-0,5	-0,6	2,1	1,5	2,1	2,5	7,6
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,5
tasas de variación intermensual (d.)													
2015 Nov	-0,2	-0,2	0,6	-1,3	0,2	-2,0	1,1	0,6	0,1	-0,1	-0,1	0,2	2,7
Dic	-0,5	-0,2	-0,2	-0,6	0,2	-2,7	-0,6	-0,2	0,6	0,7	0,6	1,4	3,9
2016 Ene	2,4	2,4	1,2	4,0	3,1	2,9	2,0	-0,6	0,3	0,3	0,5	-0,3	0,3
Feb	-1,2	-1,2	0,1	-1,1	-2,3	-1,3	-0,6	0,0	0,3	0,4	0,1	0,0	-0,4
Mar	-0,8	-1,1	-0,8	-1,1	-1,8	2,0	-0,9	-0,8	-0,5	-1,3	-0,5	-0,4	-1,5
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2

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

3 Actividad económica

3.6 Encuestas de opinión (datos desestacionalizados)

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

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

3.7 Resumen de indicadores de los hogares y la sociedades no financieras (precios corrientes, salvo indicación en contrario; datos sin desestacionalizar)

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta) ¹⁾	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada)	Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	12,3	96,5	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,3	132,9	1,4	-6,4	1,2
2013	12,6	95,0	-0,3	1,2	-4,1	0,6	-1,8	32,2	3,2	130,4	2,0	-1,4	0,9
2014	12,7	94,2	0,7	2,0	0,9	2,7	1,2	31,9	3,6	132,1	1,6	3,3	1,0
2015 I TR	12,6	93,8	1,8	2,0	-0,4	4,1	1,5	32,3	4,2	134,1	2,0	2,9	1,3
II TR	12,7	93,6	2,0	1,9	-0,4	2,9	1,6	33,1	5,0	133,3	2,4	5,3	1,4
III TR	12,6	93,5	1,6	2,0	1,3	2,6	2,0	33,0	5,2	132,2	2,6	3,7	1,6
IV TR	12,5	93,5	1,5	2,1	4,1	3,5	2,9	33,9	6,9	131,8	3,3	8,7	1,8

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

2) Activos financieros (netos de pasivos financieros) y activos no financieros. Los activos no financieros se componen principalmente de riqueza inmobiliaria (construcciones residenciales y terrenos). También incluyen los activos no financieros de las empresas no constituidas en sociedad clasificadas dentro del sector hogares.

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

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

3 Actividad económica

3.8 Balanza de pagos de la zona del euro, cuenta corriente y cuenta de capital (mm de euros; datos desestacionalizados salvo indicación en contrario; transacciones)

	Cuenta corriente											Cuenta de capital ¹⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015 II TR	905,2	822,5	82,8	525,8	445,3	190,5	171,8	162,6	146,9	26,4	58,4	9,7	37,4
III TR	892,6	810,3	82,3	514,2	434,6	190,5	174,5	162,6	144,0	25,3	57,2	9,7	4,1
IV TR	894,9	810,6	84,3	515,8	431,9	195,3	180,5	157,7	140,8	26,0	57,4	15,4	8,9
2016 I TR	872,3	799,5	72,7	510,2	426,1	191,3	173,5	144,9	137,5	25,9	62,5	9,2	7,1
2015 Oct	300,8	272,9	27,9	172,8	144,8	64,8	60,6	54,3	48,0	8,8	19,5	4,9	1,8
Nov	299,1	269,5	29,5	172,0	144,2	65,4	59,7	52,9	46,3	8,8	19,3	4,3	1,9
Dic	295,0	268,2	26,9	170,9	142,9	65,1	60,1	50,5	46,6	8,5	18,6	6,3	5,2
2016 Ene	292,5	266,3	26,2	171,5	142,7	64,4	60,4	48,0	44,7	8,6	18,4	2,7	3,6
Feb	290,2	271,0	19,2	168,0	143,7	64,4	57,5	49,4	47,5	8,4	22,3	3,5	1,2
Mar	289,6	262,2	27,3	170,7	139,7	62,4	55,5	47,6	45,3	8,8	21,8	3,1	2,3
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2016 Mar	3.565,0	3.243,0	322,0	2.065,9	1.737,9	767,6	700,3	627,9	569,3	103,6	235,5	44,0	57,5
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2016 Mar	34,3	31,2	3,1	19,9	16,7	7,4	6,7	6,0	5,5	1,0	2,3	0,4	0,6

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu- facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufac- turas	Petró- leo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2015 II TR	8,2	4,2	514,1	242,4	106,0	153,5	429,5	453,9	265,2	71,0	110,8	318,3	59,9
III TR	4,5	0,7	507,7	234,9	105,7	153,7	423,5	445,8	253,9	71,4	113,3	317,8	50,6
IV TR	3,5	2,0	509,5	238,3	105,7	154,7	426,6	444,1	248,4	73,0	114,5	324,9	44,6
2016 I TR	-1,3	-3,0	499,1	.	.	.	418,6	435,3	.	.	.	323,8	.
2015 Oct	0,5	-0,7	168,2	79,8	35,2	50,8	143,0	148,4	84,0	25,0	37,6	107,4	15,9
Nov	6,2	4,1	170,8	78,8	35,2	51,7	141,1	147,7	82,3	24,0	38,3	107,8	14,2
Dic	4,0	3,1	170,5	79,7	35,4	52,2	142,6	148,0	82,1	24,0	38,7	109,8	14,4
2016 Ene	-2,0	-1,3	166,6	77,7	33,8	50,5	139,0	145,7	80,3	22,8	38,5	105,8	12,3
Feb	1,1	1,7	167,3	78,9	33,9	49,8	140,1	146,8	80,4	24,4	39,0	111,9	11,8
Mar	-2,7	-8,4	165,1	.	.	.	139,6	142,8	.	.	.	106,1	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2015 II TR	2,9	2,4	117,2	113,6	119,1	121,6	118,2	104,3	104,1	104,6	104,7	107,4	99,3
III TR	1,3	2,8	116,8	111,8	118,9	122,5	117,0	105,9	105,4	107,1	106,7	107,8	99,2
IV TR	0,8	4,8	117,7	115,1	118,3	122,5	117,5	107,4	107,6	107,2	107,5	110,2	101,3
2016 I TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Sep	-1,6	2,3	116,4	111,6	119,7	120,5	117,4	106,3	106,4	106,7	106,3	109,1	100,2
Oct	-1,6	3,1	117,0	115,3	119,1	121,9	118,9	107,3	107,7	112,2	106,0	110,0	102,6
Nov	3,7	7,0	118,4	114,2	118,7	122,3	116,7	107,1	106,6	106,9	107,9	110,3	94,7
Dic	0,5	4,3	117,8	115,8	117,2	123,5	116,9	107,7	108,6	102,6	108,5	110,3	106,7
2016 Ene	-3,7	0,9	116,5	114,3	113,5	120,6	114,9	108,8	109,2	102,7	107,3	107,6	108,6
Feb	1,1	6,6	117,7	116,5	114,4	119,9	116,7	110,2	110,9	108,8	109,1	114,1	110,7

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) ²⁾						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total excluidos alimentos y energía											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2016	100,0	100,0	70,7	55,8	44,2	100,0	12,1	7,4	26,5	9,7	44,2	86,5	13,5
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2015 II TR	100,5	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,6	0,2	2,4	0,3	0,1	1,0
III TR	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,4	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,9
IV TR	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,0	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,7
2016 I TR	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,2	-4,4	0,2	0,0	0,3
2015 Dic	100,2	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,2	0,0	-0,6	0,0	-1,8	0,1	0,2	0,7
2016 Ene	98,7	0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,2	0,0	-0,4	0,2	-2,7	0,0	0,3	0,3
Feb	98,9	-0,2	0,8	-1,0	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,0	-0,2	0,3
Mar	100,1	0,0	1,0	-1,1	1,4	0,2	0,0	0,5	-0,1	1,0	0,3	-0,1	0,3
Abr	100,1	-0,2	0,7	-1,1	0,9	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,3	0,1
May ³⁾	100,5	-0,1	0,8	.	1,0	0,3	0,0	0,3	0,0	1,6	0,2	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alquileres					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% del total en 2016	19,5	12,1	7,4	36,3	26,5	9,7	10,7	6,4	7,1	3,2	15,2	8,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2015 II TR	1,1	0,7	1,8	-1,3	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2
III TR	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0
IV TR	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2
2016 I TR	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2
2015 Dic	1,2	0,7	2,0	-1,3	0,5	-5,8	1,2	1,0	0,7	-0,1	1,5	1,2
2016 Ene	1,0	0,8	1,4	-1,0	0,7	-5,4	1,1	1,0	0,8	0,0	1,6	1,2
Feb	0,6	0,6	0,6	-1,9	0,7	-8,1	1,1	1,0	0,4	-0,1	1,0	1,3
Mar	0,8	0,4	1,3	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,7	0,1	2,1	1,3
Abr	0,8	0,5	1,2	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,5	0,1	0,9	1,2
May ³⁾	0,8	0,6	1,3	.	0,5	-8,1	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) En mayo de 2016, el BCE empezó a publicar nuevas series desestacionalizadas del IAPC de la zona del euro, tras una revisión del método de desestacionalización descrita en el recuadro 1 del Boletín Económico 3/2016 del BCE (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

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

4 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										Cons- trucción	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	Alimen- tación, bebidas y tabaco	No ali- men- tación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,0
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,0
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	1,6	3,8
2015 II TR	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,3	4,0
III TR	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,2	1,6	3,5
IV TR	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,3	-0,1	2,3	4,9
2016 I TR	100,5	-3,8	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,3	.	.	.
2015 Oct	103,1	-3,2	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,3	0,2	-9,8	.	.	.
Nov	102,9	-3,2	-2,5	-0,7	-2,1	0,6	-0,2	-0,4	0,2	-9,3	.	.	.
Dic	102,1	-3,0	-2,2	-0,7	-1,9	0,5	-0,3	-0,4	0,2	-8,9	.	.	.
2016 Ene	100,9	-3,0	-2,0	-0,7	-1,8	0,4	-0,2	-0,2	0,0	-9,0	.	.	.
Feb	100,2	-4,2	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-12,7	.	.	.
Mar	100,5	-4,2	-3,1	-1,1	-2,6	0,3	-0,6	-0,9	-0,1	-12,1	.	.	.

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

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

4.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB							Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				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 alimen- tación	Total	Ali- men- tación	No alimen- tación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total								100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0		
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,4	-1,3	81,7	-9,0	-13,3	-6,9	-8,2	-9,9	-6,9
2014	104,5	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,8	-12,1	-4,7	0,4	-8,7
2015	105,8	1,2	0,3	0,2	0,6	0,7	0,1	-2,1	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,8	-5,6
2015 II TR	105,7	1,3	0,4	0,3	0,6	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,6	2,0	-2,0	3,9	5,4	2,6
III TR	106,0	1,3	0,3	0,3	0,5	0,7	0,1	-2,3	46,1	-6,5	6,4	-13,1	-3,3	5,7	-10,6
IV TR	106,4	1,3	0,4	0,3	0,6	0,7	-0,3	-2,4	40,7	-9,1	3,9	-16,2	-9,3	-3,0	-14,8
2016 I TR	.	.	.	.	.	.	.	.	32,5	-13,4	-4,9	-18,2	-13,7	-9,8	-17,2
2015 Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	35,7	-11,1	1,8	-18,5	-12,5	-8,0	-16,5
2016 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	29,7	-14,9	-3,8	-21,2	-14,7	-9,7	-19,3
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	31,0	-14,4	-5,5	-19,5	-14,1	-9,5	-18,3
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	36,5	-10,9	-5,3	-14,1	-12,3	-10,2	-14,2
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	38,2	-10,1	-6,4	-12,2	-13,2	-12,9	-13,5
May	.	.	.	.	.	.	.	.	42,7	-9,7	0,1	-15,2	-12,0	-9,2	-14,6

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

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

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

4 Precios y costes

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos en porcentaje)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-13	4,8	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	1,0	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,7	1,4	2,5	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 II TR	-1,3	3,2	2,9	-15,1	-0,9	54,7	54,4	50,4	49,0
III TR	-2,0	1,1	2,2	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9
IV TR	-2,1	1,9	3,7	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2016 II TR	-4,8	0,7	3,5	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0
2015 Dic	-3,2	1,4	2,4	-7,1	0,3	47,0	53,5	49,8	49,4
2016 Ene	-4,1	0,2	3,3	-7,9	-0,9	42,1	52,7	48,3	49,1
Feb	-5,6	1,4	3,5	-10,4	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9
Mar	-4,6	0,4	3,7	-9,6	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1
Abr	-2,8	1,6	4,0	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7
May	-0,7	2,2	5,8	-8,0	-2,3	47,7	55,5	48,8	49,1

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

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,4	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,2	1,5	1,8	0,6	1,6	1,4	1,5
2015 II TR	108,3	1,7	2,2	0,4	1,8	1,6	1,5
III TR	101,6	1,1	1,5	0,2	1,2	0,9	1,6
IV TR	109,4	1,3	1,5	0,7	1,2	1,6	1,5
2016 I TR	.	.	.	.	.	.	1,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

4 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dad inmo- biliaria	Actividades profesionales, administra- tivas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios												
2013	103,7	1,2	-1,2	2,1	0,3	0,9	-1,6	3,6	-2,9	1,0	1,4	2,1
2014	104,7	1,0	-4,0	1,4	0,7	0,5	0,8	1,3	1,4	2,1	1,2	0,7
2015	105,4	0,6	0,3	0,1	0,4	0,6	0,6	0,1	3,3	1,6	1,1	0,9
2015 I TR	105,1	0,8	-0,3	0,6	1,2	0,6	-0,2	-0,1	3,4	2,3	1,2	1,0
II TR	105,3	0,7	0,6	0,3	0,9	0,4	0,3	0,1	3,3	1,4	1,1	1,2
III TR	105,6	0,7	0,8	0,0	0,3	0,6	1,3	1,1	3,1	1,9	1,2	0,8
IV TR	106,1	0,9	0,4	0,9	-0,2	1,4	0,8	0,5	3,3	1,1	1,5	0,7
Remuneración por asalariado												
2013	105,2	1,6	3,7	2,7	1,2	0,8	0,6	2,0	0,0	1,1	1,6	1,8
2014	106,6	1,3	-1,6	2,0	1,7	1,2	2,0	1,7	1,6	1,6	1,0	1,2
2015	107,9	1,3	1,0	1,6	0,9	1,3	2,3	1,0	2,7	1,5	1,1	1,3
2015 I TR	107,7	1,2	0,5	1,6	0,5	1,0	1,9	1,5	3,0	1,9	1,2	1,4
II TR	107,9	1,4	0,8	1,9	0,6	1,4	2,6	1,3	1,9	1,4	1,2	1,8
III TR	108,2	1,3	0,9	1,4	1,1	1,4	2,2	1,3	2,5	1,7	1,0	1,4
IV TR	108,7	1,3	2,2	1,5	1,1	1,7	2,0	0,9	3,3	1,2	1,3	0,7
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2013	101,4	0,4	4,9	0,7	0,8	-0,1	2,2	-1,5	3,0	0,1	0,2	-0,3
2014	101,8	0,3	2,4	0,6	1,0	0,7	1,2	0,4	0,3	-0,5	-0,2	0,5
2015	102,4	0,6	0,7	1,5	0,5	0,7	1,7	0,9	-0,6	-0,1	0,0	0,4
2015 I TR	102,5	0,4	0,8	1,0	-0,6	0,5	2,1	1,6	-0,4	-0,4	0,0	0,3
II TR	102,5	0,7	0,2	1,6	-0,4	1,1	2,3	1,1	-1,3	0,0	0,1	0,6
III TR	102,5	0,6	0,1	1,4	0,8	0,7	1,0	0,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,5
IV TR	102,5	0,4	1,9	0,6	1,3	0,3	1,2	0,4	0,0	0,1	-0,2	0,0
Remuneración por hora trabajada												
2013	107,2	2,3	3,7	2,9	2,6	1,8	0,8	2,5	1,5	2,2	2,1	3,0
2014	108,5	1,2	-0,4	1,8	1,5	1,3	1,8	1,7	1,2	1,2	0,7	1,3
2015	109,6	1,1	0,7	1,2	0,3	1,3	1,2	1,3	2,4	1,3	1,1	0,9
2015 I TR	109,5	1,4	1,0	1,9	0,5	1,5	1,1	2,1	2,8	2,1	1,0	0,4
II TR	109,6	1,2	0,2	1,5	0,3	1,7	1,5	1,5	0,7	1,1	1,0	1,1
III TR	109,7	1,0	0,6	1,0	0,5	1,4	1,1	1,8	1,9	1,3	0,9	0,4
IV TR	110,3	1,2	1,4	0,9	0,4	1,7	1,2	1,0	3,2	1,1	1,7	0,5
Productividad del trabajo por hora												
2013	103,5	1,2	4,7	0,9	2,3	0,7	2,6	-1,0	4,4	1,2	0,7	0,9
2014	103,8	0,3	3,6	0,4	0,9	0,8	1,0	0,5	0,7	-0,6	-0,6	0,6
2015	104,3	0,5	-0,2	1,1	-0,1	1,0	0,9	1,0	-0,9	-0,3	-0,1	0,1
2015 I TR	104,4	0,6	0,1	1,2	-0,4	1,1	1,8	2,0	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3
II TR	104,4	0,6	-0,3	1,2	-0,7	1,6	1,5	1,3	-1,9	-0,2	-0,1	0,0
III TR	104,2	0,4	-0,6	1,1	0,3	1,0	-0,3	0,6	-1,7	-0,7	-0,3	-0,2
IV TR	104,2	0,3	0,9	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	0,4	0,2	0,0	-0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Dinero y crédito

5.1 Agregados monetarios¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	8	9	10	11		
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales						Participaciones en fondos del mercado monetario		Valores representativos de deuda hasta 2 años
1	2	3	4	5	6	8	9	10	11			
Saldos vivos												
2013	909,7	4.476,3	5.386,1	1.683,3	2.142,8	3.826,1	9.212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9.838,1
2014	968,5	4.952,3	5.920,9	1.598,5	2.148,8	3.747,2	9.668,1	123,9	423,4	106,4	653,6	10.321,7
2015	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,6	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,0
2015 II TR	1.014,0	5.298,7	6.312,6	1.480,1	2.160,5	3.640,7	9.953,3	90,3	436,8	100,6	627,6	10.580,9
III TR	1.028,2	5.425,1	6.453,3	1.449,3	2.164,4	3.613,7	10.067,0	98,4	452,8	75,2	626,4	10.693,4
IV TR	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,6	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,0
2016 I TR	1.051,5	5.715,1	6.766,6	1.426,9	2.163,7	3.590,5	10.357,2	88,7	463,3	89,3	641,3	10.998,5
2015 Nov	1.037,4	5.544,1	6.581,6	1.448,3	2.162,6	3.610,8	10.192,4	91,5	480,6	83,8	655,9	10.848,3
Dic	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,6	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,0
2016 Ene	1.044,5	5.625,5	6.670,0	1.450,1	2.156,8	3.606,9	10.276,9	86,0	474,2	78,8	639,0	10.915,9
Feb	1.046,9	5.669,4	6.716,2	1.430,2	2.165,1	3.595,2	10.311,4	92,6	468,1	88,3	648,9	10.960,3
Mar	1.051,5	5.715,1	6.766,6	1.426,9	2.163,7	3.590,5	10.357,2	88,7	463,3	89,3	641,3	10.998,5
Abr ^(p)	1.047,5	5.747,5	6.795,0	1.408,7	2.162,7	3.571,4	10.366,4	93,5	472,2	98,0	663,7	11.030,1
Operaciones												
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,4	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,8	24,6	374,4
2015	64,8	576,3	641,1	-143,3	12,0	-131,3	509,8	-47,8	48,9	-26,2	-25,2	484,6
2015 II TR	20,5	151,9	172,3	-47,6	10,9	-36,7	135,6	-35,2	4,0	4,0	-27,2	108,4
III TR	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,3	-18,5	8,0	119,0
IV TR	6,3	128,8	135,0	-3,4	-4,0	-7,4	127,6	-21,5	21,4	-2,7	-2,8	124,8
2016 I TR	17,2	155,9	173,1	-17,0	3,3	-13,7	159,4	12,1	-10,9	14,3	15,4	174,8
2015 Nov	7,6	48,2	55,7	7,4	-1,9	5,5	61,2	-15,7	11,8	5,1	1,3	62,5
Dic	-3,0	31,3	28,4	1,3	-1,9	-0,6	27,8	-14,0	-6,5	-12,2	-32,7	-4,9
2016 Ene	10,1	57,6	67,8	2,5	-3,7	-1,3	66,5	9,0	0,6	4,6	14,1	80,6
Feb	2,4	43,1	45,5	-18,2	8,3	-10,0	35,5	6,4	-6,1	8,5	8,9	44,4
Mar	4,7	55,2	59,9	-1,2	-1,3	-2,5	57,4	-3,4	-5,4	1,2	-7,5	49,8
Abr ^(p)	-4,0	31,9	27,9	-18,6	-1,0	-19,5	8,3	4,7	8,6	8,9	22,3	30,6
Tasas de crecimiento												
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7
2015 II TR	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	24,2	0,6	4,9
III TR	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-0,7	0,7	4,9
IV TR	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7
2016 I TR	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,8	-1,0	5,0
2015 Nov	8,0	11,7	11,1	-9,9	0,3	-4,0	5,2	-29,6	12,3	7,7	2,7	5,0
Dic	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7
2016 Ene	6,1	11,4	10,5	-7,4	0,7	-2,7	5,5	-29,3	10,1	-15,8	-1,2	5,1
Feb	5,7	11,2	10,3	-7,4	0,9	-2,6	5,4	-28,1	7,6	-12,2	-2,4	4,9
Mar	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,8	-1,0	5,0
Abr ^(p)	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,0	-26,9	6,5	-4,5	-1,6	4,6

Fuente: BCE.

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

5 Dinero y crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2013	1.710,5	1.186,7	397,8	109,8	16,2	5.413,6	2.539,7	874,7	1.994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1.814,9	1.318,7	365,4	111,6	19,2	5.556,8	2.751,5	809,6	1.992,7	3,0	896,0	222,7	333,1
2015	1.927,4	1.480,8	321,8	116,5	8,2	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2015 II TR	1.858,2	1.410,7	322,6	112,8	12,2	5.647,3	2.911,4	735,1	1.998,0	2,8	955,1	228,0	340,9
III TR	1.901,1	1.451,1	324,0	115,8	10,1	5.695,3	2.987,9	707,4	1.997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
IV TR	1.927,4	1.480,8	321,8	116,5	8,2	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2016 I TR	1.986,5	1.534,8	325,6	115,9	10,1	5.832,8	3.140,3	694,3	1.995,5	2,6	980,1	220,2	374,8
2015 Nov	1.934,2	1.486,9	321,4	116,9	9,1	5.727,8	3.033,2	698,5	1.992,2	3,9	990,3	222,4	371,7
Dic	1.927,4	1.480,8	321,8	116,5	8,2	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2016 Ene	1.966,0	1.520,9	319,8	115,5	9,8	5.764,6	3.077,4	694,5	1.989,1	3,5	986,0	224,2	377,7
Feb	1.976,9	1.530,7	320,7	116,0	9,6	5.795,2	3.102,9	693,4	1.996,0	2,9	979,4	232,1	373,5
Mar	1.986,5	1.534,8	325,6	115,9	10,1	5.832,8	3.140,3	694,3	1.995,5	2,6	980,1	220,2	374,8
Abr ^(a)	2.008,9	1.561,7	322,9	115,7	8,6	5.849,2	3.158,8	693,1	1.994,0	3,3	963,3	213,8	377,1
Operaciones													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,2	91,2	-25,9	1,5	2,4	140,7	210,0	-65,7	-1,8	-1,7	53,6	7,5	21,7
2015	100,1	140,1	-33,7	4,9	-11,2	194,5	302,4	-108,2	0,7	-0,4	76,5	-1,8	27,9
2015 II TR	13,6	32,0	-16,8	1,0	-2,6	50,9	73,5	-28,0	6,4	-1,0	11,8	2,8	0,9
III TR	42,5	41,0	0,4	3,1	-2,1	48,3	77,7	-27,7	-1,9	0,2	10,8	-10,1	13,4
IV TR	14,5	18,5	-2,8	0,7	-2,0	56,1	71,9	-11,4	-3,9	-0,5	19,0	4,2	6,1
2016 I TR	64,5	58,1	4,9	-0,5	2,0	84,0	80,5	1,0	2,5	0,1	-3,4	-4,1	13,3
2015 Nov	-7,6	-10,1	3,8	-0,1	-1,2	21,4	28,6	-5,5	-2,1	0,4	21,1	-2,4	5,5
Dic	-3,2	-3,4	1,3	-0,3	-0,8	24,1	28,3	-3,9	1,0	-1,3	2,5	2,1	-8,8
2016 Ene	40,2	41,2	-1,7	-0,9	1,6	14,1	16,5	0,6	-4,0	1,0	-3,5	-0,4	15,0
Feb	10,5	9,3	1,0	0,4	-0,2	30,6	25,4	-1,0	6,8	-0,6	-6,7	7,8	-2,7
Mar	13,8	7,6	5,6	0,0	0,6	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	6,8	-11,4	0,9
Abr ^(a)	22,1	26,7	-2,9	-0,2	-1,5	16,4	18,5	-1,3	-1,5	0,7	-17,2	-6,4	2,1
Tasas de crecimiento													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,5	1,4	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 II TR	4,3	10,6	-13,9	1,3	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,6	-1,1	5,3
III TR	5,1	10,9	-12,3	2,4	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
IV TR	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016 I TR	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,1	-3,2	9,8
2015 Nov	5,0	10,0	-11,0	1,9	-31,7	3,3	10,9	-14,5	0,1	-18,1	9,6	-4,7	10,9
Dic	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016 Ene	6,5	10,8	-9,0	4,3	-17,6	3,7	10,5	-11,3	0,2	-12,8	9,4	-3,1	9,8
Feb	6,5	10,5	-7,5	4,6	-29,2	4,0	10,5	-10,0	0,4	-26,4	6,9	1,8	7,8
Mar	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,1	-3,2	9,8
Abr ^(a)	8,4	12,0	-3,4	2,4	-23,5	4,3	10,5	-8,1	0,0	-6,6	0,8	-7,3	9,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	Ajustado de titulaciones y otras transferencias ²⁾	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾			A empresas de seguros y fondos de pensiones
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2013	3.404,9	1.096,7	2.308,2	12.709,1	10.544,4	10.929,9	4.353,6	5.222,8	869,2	98,7	1.364,7	800,0
2014	3.608,4	1.132,4	2.473,8	12.562,8	10.510,7	10.921,3	4.271,6	5.200,4	909,8	128,9	1.277,4	774,7
2015	3.896,6	1.110,2	2.784,0	12.680,7	10.591,7	10.989,6	4.273,5	5.307,3	887,3	123,6	1.301,7	787,4
2015 II TR	3.683,5	1.138,0	2.543,1	12.636,8	10.592,2	10.986,4	4.291,3	5.258,5	906,8	135,5	1.255,3	789,4
III TR	3.819,0	1.127,8	2.688,9	12.653,0	10.564,8	10.963,0	4.274,9	5.277,6	891,1	121,2	1.310,9	777,3
IV TR	3.896,6	1.110,2	2.784,0	12.680,7	10.591,7	10.989,6	4.273,5	5.307,3	887,3	123,6	1.301,7	787,4
2016 I TR	4.049,1	1.115,2	2.920,8	12.708,8	10.645,3	11.029,1	4.290,3	5.338,3	908,1	108,6	1.312,2	751,3
2015 Nov	3.880,9	1.119,0	2.759,5	12.736,5	10.650,2	11.046,6	4.307,5	5.310,1	908,2	124,4	1.288,1	798,2
Dic	3.896,6	1.110,2	2.784,0	12.680,7	10.591,7	10.989,6	4.273,5	5.307,3	887,3	123,6	1.301,7	787,4
2016 Ene	3.967,6	1.117,2	2.848,0	12.689,5	10.617,2	11.013,4	4.289,1	5.311,7	890,8	125,5	1.306,1	766,3
Feb	4.007,3	1.117,6	2.887,3	12.728,7	10.659,0	11.044,3	4.302,2	5.329,9	900,5	126,4	1.309,0	760,7
Mar	4.049,1	1.115,2	2.920,8	12.708,8	10.645,3	11.029,1	4.290,3	5.338,3	908,1	108,6	1.312,2	751,3
Abr ⁽⁶⁾	4.095,6	1.122,8	2.959,6	12.716,7	10.652,0	11.035,6	4.293,3	5.343,7	901,4	113,6	1.317,2	747,6
Operaciones												
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-270,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1
2014	72,1	16,0	56,1	-103,9	-50,2	-33,8	-60,8	-15,4	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015	284,2	-20,7	304,6	100,1	71,4	51,4	3,4	98,1	-24,7	-5,5	24,3	4,4
2015 II TR	58,1	-10,7	68,6	2,8	10,3	5,1	1,6	31,5	-23,8	1,0	-14,1	6,7
III TR	112,2	-10,1	122,3	54,8	-7,9	-3,7	-6,0	24,7	-12,2	-14,4	64,4	-1,6
IV TR	73,5	-16,4	89,8	8,3	23,8	18,4	-0,5	22,8	-1,0	2,6	-22,4	6,9
2016 I TR	123,2	2,7	120,5	68,3	84,0	74,5	38,4	36,0	24,5	-14,9	14,2	-29,9
2015 Nov	36,6	-1,5	38,1	18,6	35,3	31,3	12,4	8,4	14,6	0,0	-20,4	3,7
Dic	26,9	-7,1	33,9	-26,6	-38,9	-38,3	-19,9	-0,7	-17,8	-0,5	17,1	-4,8
2016 Ene	61,2	5,1	56,2	26,0	35,6	32,8	22,2	6,6	4,8	2,0	7,0	-16,6
Feb	36,2	0,0	36,1	45,0	43,5	41,0	15,6	18,2	8,9	0,8	4,1	-2,7
Mar	25,8	-2,4	28,3	-2,6	4,9	0,7	0,6	11,2	10,7	-17,7	3,2	-10,6
Abr ⁽⁶⁾	51,2	5,9	45,2	12,7	11,7	10,3	5,5	5,8	-4,6	5,0	4,5	-3,5
Tasas de crecimiento												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5
2015	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2015 II TR	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,2	3,0
III TR	7,2	0,5	10,2	0,8	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
IV TR	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2016 I TR	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,3
2015 Nov	7,8	-0,7	11,7	1,2	1,2	1,0	0,7	2,0	-0,2	-1,4	-0,7	3,4
Dic	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2016 Ene	8,7	-2,5	13,7	0,9	0,8	0,6	0,5	1,9	-2,5	-9,6	2,4	-0,3
Feb	10,1	-2,4	15,9	1,2	1,2	0,9	0,7	2,2	-1,4	-6,9	2,9	-1,4
Mar	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,3
Abr ⁽⁶⁾	10,4	-2,6	16,3	1,2	1,1	0,9	0,9	2,2	-1,7	-16,4	4,1	-2,4

Fuente: BCE.

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

2) Ajustado por los préstamos dados de baja del balance de las IFM por titulaciones u otras transferencias.

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

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

5 Dinero y crédito

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

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Ajustado de titulizaciones y otras transferencias ⁴⁾	1				Ajustado de titulizaciones y otras transferencias ⁴⁾	7			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2013	4.353,6	4.408,4	1.065,7	740,9	2.547,0	5.222,8	5.547,4	573,6	3.853,7	795,5
2014	4.271,6	4.330,9	1.080,7	720,5	2.470,4	5.200,4	5.546,2	563,3	3.861,1	776,0
2015	4.273,5	4.333,8	1.038,5	758,2	2.476,8	5.307,3	5.639,1	595,6	3.948,0	763,7
2015 II TR	4.291,3	4.347,6	1.080,8	743,1	2.467,3	5.258,5	5.589,0	578,7	3.908,9	771,0
III TR	4.274,9	4.333,8	1.058,3	745,9	2.470,7	5.277,6	5.611,3	582,4	3.926,5	768,7
IV TR	4.273,5	4.333,8	1.038,5	758,2	2.476,8	5.307,3	5.639,1	595,6	3.948,0	763,7
2016 I TR	4.290,3	4.352,3	1.045,2	767,7	2.477,3	5.338,3	5.657,0	603,4	3.972,9	762,0
2015 Nov	4.307,5	4.365,8	1.076,6	755,4	2.475,4	5.310,1	5.638,8	596,8	3.944,8	768,5
Dic	4.273,5	4.333,8	1.038,5	758,2	2.476,8	5.307,3	5.639,1	595,6	3.948,0	763,7
2016 Ene	4.289,1	4.352,2	1.048,9	765,6	2.474,6	5.311,7	5.642,8	596,4	3.953,2	762,1
Feb	4.302,2	4.361,5	1.049,4	774,1	2.478,7	5.329,9	5.650,5	601,4	3.966,7	761,8
Mar	4.290,3	4.352,3	1.045,2	767,7	2.477,3	5.338,3	5.657,0	603,4	3.972,9	762,0
Abr ^(p)	4.293,3	4.357,0	1.044,3	772,3	2.476,7	5.343,7	5.662,6	604,5	3.979,9	759,3
Operaciones										
2013	-132,9	-144,0	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,2	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,8	-64,3	-14,2	2,3	-48,9	-15,4	4,7	-3,0	-3,4	-9,0
2015	3,4	8,8	-44,9	32,7	15,7	98,1	75,9	21,8	80,0	-3,6
2015 II TR	1,6	3,7	-2,7	7,7	-3,5	31,5	21,6	9,4	22,8	-0,7
III TR	-6,0	-0,8	-19,1	4,0	9,2	24,7	25,7	5,2	19,8	-0,3
IV TR	-0,5	1,4	-22,1	13,5	8,1	22,8	18,1	5,1	20,0	-2,4
2016 I TR	38,4	43,4	15,6	12,7	10,2	36,0	23,0	9,1	27,0	-0,1
2015 Nov	12,4	9,3	15,5	-2,4	-0,7	8,4	8,8	2,7	3,6	2,1
Dic	-19,9	-18,1	-32,0	5,9	6,1	-0,7	1,6	-0,6	3,9	-4,0
2016 Ene	22,2	23,9	13,2	6,5	2,5	6,6	5,7	1,3	6,3	-1,0
Feb	15,6	18,6	1,4	10,0	4,2	18,2	8,9	5,1	13,1	-0,1
Mar	0,6	0,9	0,9	-3,8	3,5	11,2	8,4	2,8	7,5	1,0
Abr ^(p)	5,5	6,4	0,0	5,1	0,5	5,8	5,6	0,9	7,1	-2,2
Tasas de crecimiento										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 II TR	-0,2	-0,3	-1,1	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
III TR	0,1	0,2	-2,6	3,6	0,3	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,4
IV TR	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 I TR	0,8	1,1	-2,6	5,2	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
2015 Nov	0,7	0,8	-0,8	3,6	0,5	2,0	1,4	3,6	2,1	-0,1
Dic	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 Ene	0,5	0,7	-3,0	4,8	0,8	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,5
Feb	0,7	1,0	-3,0	6,2	0,7	2,2	1,5	5,0	2,3	-0,3
Mar	0,8	1,1	-2,6	5,2	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
Abr ^(p)	0,9	1,2	-2,8	5,7	1,1	2,2	1,5	5,3	2,3	-0,8

Fuente: BCE.

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

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

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

4) Ajustado por los préstamos dados de baja del balance de las IFM por titulizaciones u otras transferencias.

5 Dinero y crédito

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

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

	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Activos exteriores netos	Otros		
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas		Total	Cesiones temporales a través de entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2013	261,7	7.311,0	2.371,2	91,5	2.507,2	2.341,1	1.146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7.187,7	2.248,9	92,2	2.380,9	2.465,8	1.378,2	224,8	184,5	139,7
2015	278,6	7.065,8	2.184,2	79,8	2.253,1	2.548,8	1.325,0	279,1	205,9	135,6
2015 II TR	265,2	7.168,6	2.223,1	86,7	2.329,7	2.529,0	1.453,9	240,5	224,6	147,1
III TR	287,6	7.100,6	2.223,8	83,7	2.263,4	2.529,7	1.356,0	253,7	213,6	140,0
IV TR	278,6	7.065,8	2.184,2	79,8	2.253,1	2.548,8	1.325,0	279,1	205,9	135,6
2016 I TR	318,8	7.027,0	2.182,9	76,8	2.174,8	2.592,6	1.279,8	306,7	247,1	152,1
2015 Nov	296,0	7.122,9	2.189,4	80,3	2.283,4	2.569,9	1.380,0	269,8	217,7	146,0
Dic	278,6	7.065,8	2.184,2	79,8	2.253,1	2.548,8	1.325,0	279,1	205,9	135,6
2016 Ene	306,1	7.046,6	2.174,2	78,6	2.221,8	2.571,9	1.313,8	297,7	215,0	141,7
Feb	294,6	7.073,5	2.185,7	77,6	2.193,4	2.616,7	1.288,2	304,2	246,6	142,5
Mar	318,8	7.027,0	2.182,9	76,8	2.174,8	2.592,6	1.279,8	306,7	247,1	152,1
Abr ⁴⁾	316,9	7.047,9	2.183,6	75,4	2.173,2	2.615,7	1.283,2	299,3	237,0	140,0
Operaciones										
2013	-44,9	-80,8	-19,0	-14,3	-137,3	89,8	362,0	-53,6	32,2	43,7
2014	-5,7	-161,3	-122,3	2,0	-151,4	110,3	238,4	0,9	0,7	17,8
2015	7,8	-218,7	-104,0	-13,5	-203,8	102,5	-98,5	-12,1	21,4	-4,0
2015 II TR	-18,0	-86,1	-34,7	-3,9	-50,5	3,0	0,6	-57,1	-11,8	-13,6
III TR	22,0	-37,7	6,1	-3,1	-58,6	17,9	-64,8	1,0	-11,0	-7,1
IV TR	-11,7	-57,9	-47,5	-3,9	-42,3	35,8	-36,9	10,4	-7,7	-4,3
2016 I TR	40,1	-61,5	1,4	-2,9	-49,9	-10,1	-70,9	32,8	41,3	17,3
2015 Nov	-51,8	-11,2	-21,1	-1,9	-6,2	18,1	-15,3	-40,4	21,3	1,1
Dic	-17,9	-12,8	-3,0	-0,5	-18,5	9,2	-32,4	-3,5	-11,7	-10,4
2016 Ene	27,6	-33,8	-9,3	-1,1	-22,5	-0,8	-24,2	11,4	9,1	6,9
Feb	-11,4	-13,0	11,9	-1,0	-30,8	6,9	-74,1	13,0	31,6	0,9
Mar	23,9	-14,7	-1,2	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,4	0,7	9,5
Abr ⁴⁾	-2,2	8,7	0,8	-1,4	-3,8	13,1	-13,5	-13,2	-10,1	-12,0
Tasas de crecimiento										
2013	-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-2,2	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6
2015	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 II TR	-6,0	-3,0	-5,3	-3,4	-8,1	4,4	-	-	31,0	23,5
III TR	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,1	-	-	30,5	15,0
IV TR	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 I TR	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,9	-	-	4,6	-4,8
2015 Nov	10,3	-3,4	-4,9	-11,4	-8,8	3,6	-	-	18,0	11,7
Dic	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 Ene	3,4	-3,4	-4,4	-15,3	-8,8	3,3	-	-	5,7	7,0
Feb	10,0	-3,4	-3,5	-15,4	-9,4	3,0	-	-	8,2	-1,8
Mar	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,9	-	-	4,6	-4,8
Abr ⁴⁾	17,4	-2,8	-2,7	-15,3	-7,8	2,4	-	-	12,0	4,7

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

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

	Déficit (-)/Superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/Superávit (+) primario
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 I TR	-2,5	.	.	.	.	0,1
II TR	-2,4	.	.	.	.	0,1
III TR	-2,1	.	.	.	.	0,4
IV TR	-2,1	.	.	.	.	0,3

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

6.2 Recursos y Empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	4,0
2015	46,6	46,1	12,6	13,1	15,4	0,5	48,6	44,7	10,2	5,2	2,4	23,0	3,9
2015 I TR	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,9
II TR	46,6	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,0	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
III TR	46,6	46,1	12,5	13,2	15,4	0,5	48,7	45,0	10,2	5,2	2,5	23,1	3,8
IV TR	46,6	46,1	12,6	13,2	15,4	0,5	48,7	44,8	10,2	5,3	2,4	23,0	3,9

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor		Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda		
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,9	11,3	78,0	19,7	31,6	38,0	87,2	2,2
2013	91,1	2,6	17,2	71,3	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,5	89,0	2,1
2014	92,0	2,8	16,9	72,4	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	19,0	32,0	41,0	89,9	2,1
2015	90,7	2,8	16,1	71,7	45,7	27,5	45,0	9,4	81,3	17,8	31,8	41,1	88,6	2,1
2015 I TR	93,0	2,7	16,9	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	92,4	2,8	16,3	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	91,8	2,8	16,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	90,8	2,8	16,1	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

	Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ²⁾	Déficit (+)/ superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda								Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: necesidad de financiación
			Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros		
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	1,8	0,2	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	0,9	-0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	1,0	2,6
2015	-1,4	-0,3	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	1,4
2015 I TR	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,9	2,6
II TR	-0,6	-0,1	-0,9	-1,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,5	1,4
III TR	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,1	1,6
IV TR	-1,3	-0,3	-0,8	-0,4	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	-0,2	1,3

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 AAPP¹⁾

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾						
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	Tipo de interés variable		Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización		
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015 I TR	15,1	13,1	4,5	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
II TR	15,1	13,0	4,8	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
III TR	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
IV TR	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015 Nov	15,6	13,6	4,5	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
Dic	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 Ene	15,1	13,2	5,4	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,3	1,2
Feb	15,4	13,5	4,9	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	3,0	0,3	1,2
Mar	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
Abr	15,0	13,2	4,2	1,9	0,5	6,8	2,7	1,2	0,0	3,2	2,8	0,4	1,3

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) Saldo 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										
2012	-4,2	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-2,9	-5,8	
2013	-3,0	-0,1	-0,2	-5,7	-13,0	-6,9	-4,0	-2,9	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,8	-3,8	-3,6	-5,9	-4,0	-3,0	-8,9	
2015	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0	
2015 I TR	-3,2	0,4	0,5	-3,4	-4,3	-6,0	-3,9	-2,9	-0,2	
II TR	-3,1	0,4	0,6	-2,5	-4,7	-5,4	-4,0	-2,9	-0,4	
III TR	-2,9	0,9	0,7	-1,9	-4,4	-5,3	-3,9	-2,6	-0,9	
IV TR	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0	
Deuda pública										
2012	104,1	79,6	9,5	120,1	159,6	85,4	89,6	123,3	79,3	
2013	105,2	77,2	9,9	120,0	177,7	93,7	92,4	129,0	102,5	
2014	106,5	74,7	10,4	107,5	180,1	99,3	95,4	132,5	108,2	
2015	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	95,8	132,7	108,9	
2015 I TR	110,8	74,4	10,0	104,6	170,5	100,2	97,6	135,4	107,5	
II TR	109,4	72,6	9,9	101,6	169,4	99,8	97,8	136,0	110,7	
III TR	108,9	72,0	9,8	98,3	171,8	99,7	97,1	134,5	110,2	
IV TR	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	96,1	132,7	108,9	
	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										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,5	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	0,8	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,7	-2,0	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2015 I TR	-1,9	-0,7	1,1	-2,4	-2,1	-2,2	-7,1	-4,6	-2,9	-3,5
II TR	-2,1	0,4	1,3	-2,0	-2,1	-2,2	-6,4	-4,5	-2,9	-3,1
III TR	-2,1	0,1	1,2	-1,7	-2,0	-2,5	-3,1	-4,1	-2,6	-3,0
IV TR	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
Deuda pública										
2012	41,4	39,8	22,0	67,5	66,4	81,6	126,2	53,9	52,4	52,9
2013	39,1	38,8	23,3	68,6	67,9	80,8	129,0	71,0	55,0	55,5
2014	40,8	40,7	22,9	67,1	68,2	84,3	130,2	81,0	53,9	59,3
2015	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1
2015 I TR	35,6	38,0	22,3	68,6	69,3	85,3	130,2	82,0	54,4	60,5
II TR	35,3	37,6	21,7	67,2	67,1	86,4	128,4	81,0	54,7	62,3
III TR	36,4	38,1	21,5	66,0	66,2	86,4	130,3	84,4	53,9	61,0
IV TR	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1

Fuente: Eurostat.

© **Banco Central Europeo, 2016**

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Sitio web: www.ecb.europa.eu

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

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

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 1 de junio de 2016.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)

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