



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2014

02 | 2014

03 | 2014

04 | 2014

05 | 2014

**06 | 2014**

07 | 2014

08 | 2014

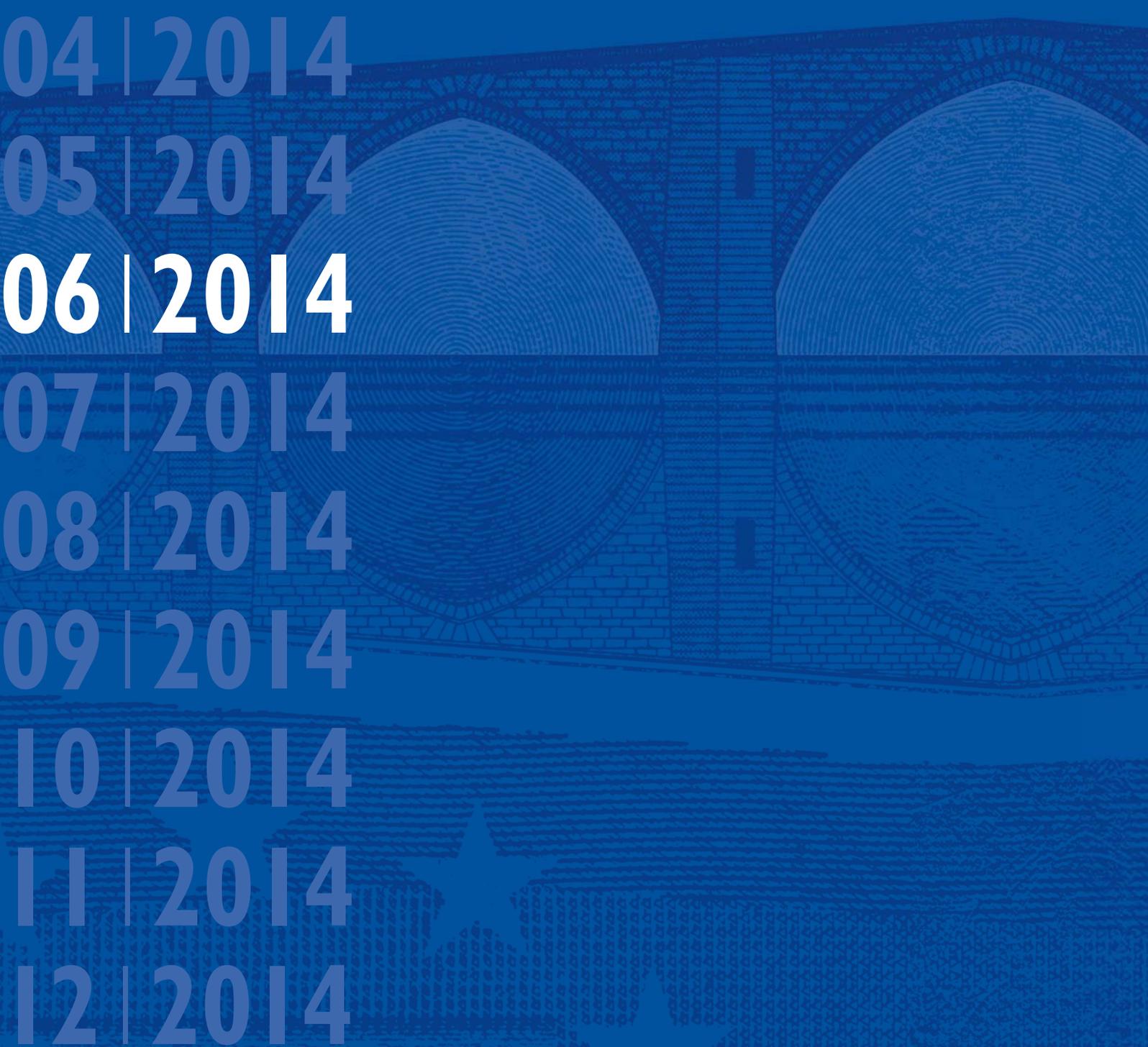
09 | 2014

10 | 2014

11 | 2014

12 | 2014

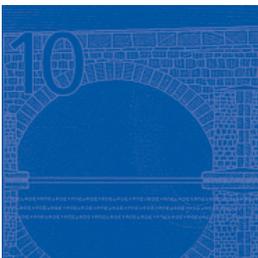
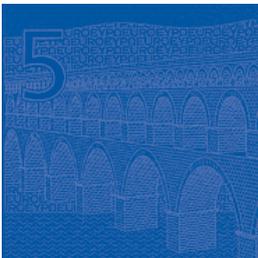
**BOLETÍN MENSUAL  
JUNIO**





**BANCO CENTRAL EUROPEO**

EUROSISTEMA



## **BOLETÍN MENSUAL JUNIO 2014**

En el año 2014,  
todas las  
publicaciones del  
BCE reproducirán  
un motivo tomado  
del billete  
de 20 euros.

© Banco Central Europeo, 2014

© De la traducción: Banco de España,  
Madrid, 2014

**Dirección**

Kaiserstrasse 29  
60311 Fráncfort del Meno, Alemania

**Apartado de Correos**

Postfach 16 03 19  
60066 Fráncfort del Meno, Alemania

**Teléfono**

+49 69 13440

**Internet**

<http://www.ecb.europa.eu>

**Fax**

+49 69 13446000

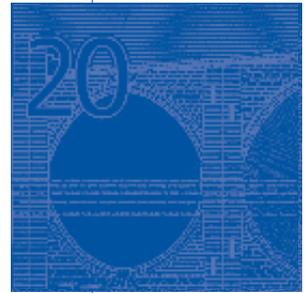
*Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.*

*Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.*

*La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 4 de junio de 2014.*

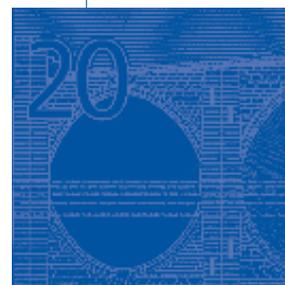
ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999



# ÍNDICE

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	
1 Entorno exterior de la zona del euro	<b>9</b>
2 Evolución monetaria y financiera	<b>20</b>
<b>Recuadro 1</b> Evolución reciente de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, desglosados por sector económico	<b>24</b>
<b>Recuadro 2</b> Evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro	<b>28</b>
<b>Recuadro 3</b> Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 12 de febrero y el 13 de mayo de 2014	<b>37</b>
3 Precios y costes	<b>59</b>
<b>Recuadro 4</b> Influencia de los factores globales en la evolución reciente de la inflación en la zona del euro	<b>62</b>
<b>Recuadro 5</b> ¿Riesgo de deflación?	<b>71</b>
4 Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>77</b>
<b>Recuadro 6</b> Tendencias recientes de la renta real disponible de los hogares	<b>79</b>
<b>Recuadro 7</b> Evidencia sobre la evolución de la inversión en las pymes y en las grandes empresas procedente de encuestas	<b>84</b>
5 Evolución de las finanzas públicas	<b>97</b>
<b>Recuadro 8</b> Los consejos fiscales de los países de la UE	<b>104</b>
<b>ARTÍCULO</b>	
Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro	<b>III</b>
<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANEXOS</b>	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	<b>I</b>
El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)	<b>V</b>
Publicaciones del Banco Central Europeo	<b>VII</b>
Glosario	<b>IX</b>



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 5 de junio de 2014, el Consejo de Gobierno, en el cumplimiento de su mandato de mantener la estabilidad de precios, decidió adoptar una serie de medidas destinadas a incrementar el grado de acomodación de la política monetaria y a respaldar el crédito a la economía real. En este conjunto de medidas se incluyen nuevas bajadas de los tipos de interés oficiales del BCE, operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico, trabajos preparatorios relacionados con las compras simples de bonos de titulización de activos y la continuación del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió suspender las operaciones de ajuste semanales destinadas a esterilizar la liquidez proporcionada a través del Programa para los Mercados de Valores.

Las decisiones se basan en el análisis económico del Consejo de Gobierno, tomando en consideración las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema y las señales procedentes del análisis monetario. En conjunto, las medidas contribuirán a un retorno de las tasas de inflación a niveles más próximos al 2 %. Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo para la zona del euro siguen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 %. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno tiene la firme determinación de salvaguardar este anclaje. En lo que se refiere a sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), a la vista de las expectativas actuales para la inflación, los tipos de interés oficiales del BCE se mantendrán en los niveles actuales durante un período prolongado. Esta expectativa se ve reforzada por las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno el 5 de junio de 2014. Por otra parte, el Consejo de Gobierno actuará con rapidez, si fuera necesario, adoptando medidas adicionales de relajación de la política monetaria. El Consejo de Gobierno es unánime en su compromiso de utilizar también, si fuera necesario, instrumentos no convencionales acordes con su mandato, para afrontar con nuevas medidas los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado.

En relación con las medidas concretas anunciadas el 5 de junio de 2014, en primer lugar, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 10 puntos básicos hasta el 0,15 % y el tipo aplicable a la facilidad marginal de crédito en 35 puntos básicos, hasta el 0,40 %. El tipo aplicable a la facilidad de depósito se rebajó en 10 puntos básicos hasta el -0,10 %. Estas variaciones tendrán efecto a partir del 11 de junio de 2014. El tipo negativo se aplicará también a las reservas mantenidas que sobrepasen las reservas mínimas obligatorias y a determinados depósitos mantenidos en el Eurosistema.

En segundo lugar, a fin de respaldar el crédito bancario a hogares y sociedades no financieras, excluidos los préstamos concedidos a hogares para la adquisición de vivienda, el Consejo de Gobierno decidió que el Eurosistema llevará a cabo una serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO). Todas las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico vencerán en septiembre de 2018, es decir, aproximadamente dentro de cuatro años. Las entidades de contrapartida podrán obtener, inicialmente, un 7 % del saldo vivo total de sus préstamos al sector privado no financiero de la zona del euro, excluidos los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda, a 30 de abril de 2014. No se incluirán en estos cálculos los préstamos al sector público. El importe conjunto de la asignación inicial asciende a unos 400 mm de euros. A este fin, se llevarán a cabo dos TLTRO sucesivas en septiembre y diciembre de 2014. Además, desde marzo de 2015 hasta junio de 2016, todas las entidades de contrapartida podrán obtener financiación, con frecuencia trimestral, hasta un importe que triplique el valor de su financiación neta al sector no financiero de la zona del euro, excluidos los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda, por encima de un importe de referencia, durante un período específico. La financiación neta se medirá en

términos de préstamos nuevos menos amortizaciones. Las ventas, titulaciones y minusvalías de préstamos no afectarán a la medición de la financiación neta. El tipo de interés aplicable a las TLTRO será fijo para todo el período de vigencia de cada operación e igual al tipo aplicable a las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema vigente en el momento de su realización, más un diferencial de 10 puntos básicos. Transcurridos 24 meses desde cada TLTRO, las entidades de contrapartida tendrán la opción de hacer reembolsos. Existen diversas disposiciones orientadas a garantizar que los fondos se destinen a respaldar la economía real. Se requerirá a las entidades de contrapartida que no hayan cumplido determinadas condiciones referidas al volumen de financiación neta a la economía real que devuelvan en septiembre de 2016 los fondos obtenidos.

Además, el Consejo de Gobierno decidió prorrogar los criterios de admisibilidad de otros activos adicionales como activos de garantía, principalmente en el marco de préstamos adicionales aceptados, al menos hasta septiembre de 2018.

En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió intensificar los trabajos preparatorios relacionados con las compras simples en el mercado de bonos de titulación de activos a fin de mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En el contexto de esta iniciativa, el Eurosistema considerará la adquisición de bonos de titulación de activos simples y transparentes cuyos activos subyacentes sean derechos frente al sector privado no financiero de la zona del euro, teniendo en cuenta las modificaciones deseables en el entorno regulatorio, y trabajará a este fin con otras instituciones concernidas.

En cuarto lugar, en consonancia con sus orientaciones prospectivas sobre la política monetaria (*forward guidance*) y su determinación de mantener una marcada orientación acomodaticia de la política monetaria, así como de contener la volatilidad en los mercados monetarios, el Consejo de Gobierno decidió seguir realizando sus operaciones principales de financiación (OPF) mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, durante el tiempo que sea necesario y, al menos, hasta el final del período de mantenimiento de reservas que termina en diciembre de 2016. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió que en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses que se efectúen antes del final del período de mantenimiento de reservas que terminará en diciembre de 2016 se siga el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de estas operaciones a tres meses se fijarán como la media de los tipos de las OPF que se realicen durante la vigencia de las respectivas OFPML. Por último, el Consejo de Gobierno decidió suspender las operaciones de ajuste semanales destinadas a esterilizar la liquidez proporcionada a través del Programa para los Mercados de Valores.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro se incrementó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de este año. Este dato ha confirmado la recuperación gradual en curso, aunque el resultado fue ligeramente inferior al esperado. Los resultados de las últimas encuestas apuntan a un crecimiento moderado también en el segundo trimestre de 2014. De cara al futuro, diversos factores deberían seguir respaldando la demanda interna, entre ellos, la orientación acomodaticia de la política monetaria, los efectos sobre la economía real de la actual mejora de las condiciones de financiación, los avances realizados en el saneamiento presupuestario y en las reformas estructurales, y los aumentos en la renta real disponible resultantes del descenso de los precios de la energía. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo han mostrado señales adicionales de mejora, el desempleo continúa siendo elevado en la zona del euro y, en general, el nivel de utilización de la capacidad productiva sigue siendo considerablemente bajo. Asimismo, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado siguió siendo negativa en abril y los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado continuarán afectando al ritmo de la recuperación económica.

Esta valoración de recuperación moderada también se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2014, que prevén que el PIB real se incremente en un 1,0% en 2014, un 1,7% en 2015 y un 1,8% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2014, las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real en 2014 se han revisado ligeramente a la baja, y las referidas a 2015, al alza.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. Los riesgos geopolíticos, así como la evolución de las economías emergentes y de los mercados financieros mundiales, podrían afectar negativamente a las condiciones económicas. Otros riesgos a la baja están relacionados con una demanda interna más débil de lo esperado y una aplicación insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro, así como con un menor crecimiento de las exportaciones.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en mayo de 2014 en el 0,5%, frente al 0,7% registrado en abril. Este resultado fue más bajo de lo esperado. Sobre la base de la información disponible para el Consejo de Gobierno en su reunión del 5 de junio de 2014, se prevé que las tasas de inflación interanual medida por el IAPC se mantengan en niveles reducidos durante los próximos meses, y que experimenten solo un incremento gradual durante 2015 y 2016, lo que refuerza los argumentos para las decisiones adoptadas. Mientras tanto, las expectativas de inflación a medio y a largo plazo para la zona del euro siguen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2%. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno tiene la firme determinación de salvaguardar este anclaje.

La valoración del Consejo de Gobierno se ha visto soportada por las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro de los expertos del Eurosistema de junio de 2014. De acuerdo con las proyecciones, la inflación interanual medida por el IAPC se situará en el 0,7% en 2014, el 1,1% en 2015 y el 1,4% en 2016. Se prevé que en el último trimestre de 2016 la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 1,5%. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, las proyecciones de la inflación correspondientes a 2014, 2015 y 2016 se han revisado a la baja. Conviene subrayar que las proyecciones se basan en una serie de supuestos técnicos, entre los que se incluyen los tipos de cambio y los precios del petróleo, y que la incertidumbre referida a las proyecciones se incrementa con la amplitud del horizonte temporal contemplado.

El Consejo de Gobierno considera que los riesgos tanto al alza como a la baja para las perspectivas sobre la evolución de los precios son limitados y, en general, están equilibrados a medio plazo. En este contexto, realizará un atento seguimiento de las posibles repercusiones de los riesgos geopolíticos y de la evolución de los tipos de cambio.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de abril de 2014 siguen apuntando a un crecimiento subyacente débil del agregado monetario amplio (M3). El crecimiento interanual de M3 siguió reduciéndose hasta situarse en el 0,8% en abril, frente al 1,0% registrado en marzo. El crecimiento del agregado monetario estrecho M1 se redujo hasta el 5,2% en abril, tras el 5,6% de marzo. En el pasado reciente, el incremento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que refleja en parte el continuado interés de los inversores internacionales en los activos de la zona del euro, ha sido el principal factor de apoyo del crecimiento interanual de M3.

La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustada de ventas y titulaciones) se situó en abril de 2014 en el -2,7%, frente al -3,1% registrado en marzo. La débil evolución de los préstamos a las sociedades no financieras sigue reflejando su desfase con respecto al ciclo

económico, el riesgo crediticio y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en el 0,4 % en abril de 2014, prácticamente sin variación desde principios de 2013.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario motivó la decisión del Consejo de Gobierno de adoptar una serie de medidas orientadas a incrementar el grado de acomodación de la política monetaria y a respaldar el crédito a la economía real.

A fin de estimular la economía de la zona del euro, las entidades de crédito y los responsables de las políticas económicas han de intensificar sus esfuerzos. En el contexto de debilidad del crecimiento del crédito, la evaluación global de los balances de las entidades de crédito que se está llevando a cabo reviste una importancia primordial. Las entidades de crédito deberían aprovechar al máximo este ejercicio para mejorar su capital y su posición de solvencia, contribuyendo con ello a superar las restricciones a la oferta de crédito que pudieran obstaculizar la recuperación. Al mismo tiempo, los responsables de las políticas económicas de la zona del euro deberían estimular los avances en materia de política fiscal y reformas estructurales.

En lo que concierne a las políticas fiscales, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2014 indican que continúan los progresos en el restablecimiento de la solidez de las finanzas públicas de la zona del euro. Según las proyecciones, el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro registrará un descenso moderado desde el 3,0 % del PIB en 2013 hasta el 2,5 % del PIB en 2014. Asimismo, se prevé un descenso adicional para 2015 y 2016 hasta el 2,3 % y el 1,9 %, respectivamente. La deuda de las Administraciones Públicas alcanzará este año un máximo del 93,4 % del PIB. Posteriormente registrará un descenso hasta situarse en el 91 % en 2016. En lo que se refiere a las reformas estructurales, si bien se han adoptado medidas importantes para aumentar la competitividad y la capacidad de ajuste de los mercados de trabajo y de productos de los países, los progresos han sido desiguales y aún distan mucho de haberse completado. En este contexto, el Consejo de Gobierno toma nota de las recomendaciones de la Comisión Europea sobre políticas fiscales y estructurales, publicadas el 2 de junio de 2014, para continuar la senda de reducción de los desequilibrios presupuestarios y macroeconómicos. La recomendación dirigida al Consejo de la UE de derogar el procedimiento de déficit excesivo incoado a cuatro países de la zona del euro indica un progreso continuado hacia el restablecimiento de la solidez de las finanzas públicas. No obstante, los países de la zona del euro deberían mantener los progresos logrados en materia de saneamiento presupuestario. Una aplicación plena y consistente del marco de vigilancia macroeconómica de la zona del euro, junto con las medidas necesarias de política económica por parte de los países de la zona del euro, contribuirán a incrementar el potencial de crecimiento y la resistencia de la zona del euro ante las perturbaciones, al tiempo que facilitarán la creación de empleo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene un artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro».

## EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La actividad económica mundial se mantiene en una senda de recuperación gradual, aunque el ritmo de crecimiento se moderó ligeramente en el primer trimestre de 2014 como resultado de factores transitorios que afectaron principalmente a Estados Unidos y China. A medida que vayan desapareciendo los efectos adversos de dichos factores, la actividad económica debería, en adelante, cobrar impulso, respaldada tanto por las economías avanzadas como por las economías emergentes. No obstante, las tendencias subyacentes continúan sugiriendo un cambio en la dinámica de crecimiento a favor de las economías avanzadas, mientras que la recuperación económica mundial sigue siendo débil en general. El comercio internacional ha perdido algo de impulso desde comienzos del año, en consonancia con la desaceleración de la actividad. La inflación a escala mundial repuntó ligeramente en el primer trimestre, pero sigue siendo baja, como consecuencia de la contenida evolución de los precios de la energía y de la persistente debilidad económica.

## I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y COMERCIO MUNDIALES

La actividad económica mundial continúa recuperándose de forma gradual, pese a la ligera debilidad observada en el primer trimestre de 2014. Las estimaciones provisionales para el primer trimestre sugieren que el crecimiento del PIB en los países del G-20, excluida la zona del euro, se situó en el 0,7%, en tasa intertrimestral, cifra ligeramente inferior a la del segundo semestre de 2013, aunque se mantienen las divergencias entre países (véase cuadro 1). Algunos factores transitorios, especialmente las temperaturas inusualmente frías del pasado invierno en Estados Unidos y el cierre de las instalaciones de industria pesada en China para limitar la contaminación del aire, afectaron negativamente al consumo y a la inversión en estos países, mientras que en Japón el aumento anticipado del impuesto sobre el consumo el 1 de abril de 2014 se tradujo en un adelanto del consumo y en un crecimiento más sólido del PIB en el primer trimestre del año. En el Reino Unido, la actividad económica ha seguido siendo robusta, respaldada por la sólida demanda interna. En lo que respecta a otros países, las tensiones geopolíticas

Cuadro 1 Crecimiento del PIB real en algunas economías

	Tasas de crecimiento interanual					Tasas de crecimiento intertrimestral		
	2012	2013	2013 III	2013 IV	2014 I	2013 III	2013 IV	2014 I
G-20 <sup>1)</sup>	2,9	2,8	3,1	3,3	3,4	1,0	0,8	0,6
G-20 excluida la zona del euro <sup>1)</sup>	3,6	3,4	3,8	3,9	3,9	1,2	0,9	0,7
Estados Unidos	2,8	1,9	2,0	2,6	2,0	1,0	0,7	-0,2
Japón	1,4	1,6	2,5	2,5	2,7	0,3	0,1	1,5
Reino Unido	0,3	1,7	1,8	2,7	3,1	0,8	0,7	0,8
Dinamarca	-0,4	0,4	0,9	0,5	1,5	0,3	-0,5	0,9
Suecia	1,3	1,6	0,6	3,0	1,8	0,3	1,6	-0,1
Suiza	1,0	2,0	2,1	1,9	1,7	0,5	0,2	0,5
Brasil	1,0	2,5	2,4	2,2	1,9	-0,3	0,4	0,2
China	7,7	7,7	7,8	7,7	7,4	2,3	1,7	1,4
India	4,9	4,7	5,2	4,4	6,1	2,0	1,2	2,0
Rusia <sup>2)</sup>	3,4	1,3	1,3	2,0	0,9	0,6	0,9	-
Turquía	2,1	4,0	4,3	4,4	-	0,8	0,5	-
Polonia	2,1	1,6	2,0	2,5	3,5	0,8	0,7	1,1
República Checa	-0,9	-0,9	-1,0	1,1	2,5	0,4	1,5	0,4
Hungría	-1,7	1,2	1,8	2,9	3,2	1,1	0,7	1,1

Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

1) La cifra del primer trimestre de 2014 es una estimación basada en los últimos datos disponibles.

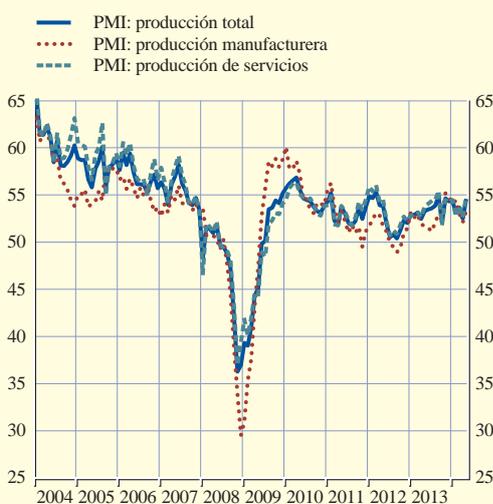
2) Para Rusia, no se dispone de la cifra desestacionalizada correspondiente al primer trimestre de 2014.

entre Rusia y Ucrania han afectado a las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la región, aumentando la inquietud respecto a posibles consecuencias de mayor alcance para la economía mundial en el caso de que se produzca una escalada (véase recuadro 3 del artículo que se publica en este número del Boletín Mensual).

Los indicadores de opinión recientes sugieren una mejora de las perspectivas de la economía mundial en lo que resta de año, en un contexto de continua rotación del crecimiento entre regiones. Si bien el crecimiento se está afianzando en las economías avanzadas como consecuencia del aumento de la confianza, la mejora de los balances del sector privado y las políticas acomodaticias, las perspectivas en las economías emergentes siguen siendo más bien contenidas, ya que el debilitamiento de la demanda interna, las condiciones de financiación más restrictivas y, en el caso de algunas economías, la redirección de los flujos de capital y las incertidumbres políticas afectan a la actividad. Las condiciones de financiación a escala mundial se han mantenido, en general, estables y deberían continuar respaldando la recuperación. El índice PMI global de producción de manufacturas y servicios, excluida la zona del euro, aumentó en mayo como resultado de la significativa mejora de los índices correspondientes a Estados Unidos y a Japón. Este aumento refleja, en parte, la progresiva desaparición del impacto que tuvieron las distorsiones temporales antes mencionadas en la actividad económica de Estados Unidos, lo que sugiere un renovado impulso para la economía mundial en su conjunto en el segundo trimestre del año (véase gráfico 1). Al mismo tiempo, el indicador sintético adelantado de la OCDE de marzo de 2014 y el indicador de clima económico mundial del Ifo, correspondiente al segundo trimestre de 2014 son coherentes con la opinión de que la recuperación mundial será muy gradual y desigual (véase gráfico 2).

**Gráfico 1 PMI: producción mundial (excluida la zona del euro)**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

**Gráfico 2 Indicador sintético adelantado y producción industrial**

(escala izquierda: media del índice normalizado = 100; escala derecha: tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El indicador sintético adelantado corresponde a los países de la OCDE más Brasil, China, India, Indonesia, Rusia y Sudáfrica. La línea horizontal a la altura de 100 representa la tendencia de la actividad económica. La producción industrial corresponde a la misma muestra, excluida Indonesia.

Tras repuntar en el segundo semestre de 2013, el comercio mundial perdió impulso en el primer trimestre de 2014 en un contexto de desaceleración de la actividad mundial. Según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el volumen de las importaciones mundiales de bienes se redujo ligeramente (un 0,1 % en tasa intertrimestral) en el primer trimestre de 2014, frente al 1,3 % registrado en el último trimestre de 2013, cifra muy inferior a las medias de largo plazo. La caída registrada en el primer trimestre de 2014, en línea con el patrón de desaceleración del crecimiento del comercio mundial observado desde diciembre de 2013, se concentró en las economías emergentes y fue desencadenada por las significativas caídas registradas en Asia y en Europa Central y Oriental. En las economías avanzadas, el impulso negativo en Estados Unidos se compensó con un fuerte incremento de las importaciones de Japón, que posiblemente tuvo su origen en el adelanto del consumo en anticipación al aumento del impuesto sobre las ventas a partir del 1 de abril. No obstante, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero repuntó en mayo de 2014, mostrando ciertas señales de estabilización del comercio mundial en el segundo trimestre del año.

De cara al futuro, según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio de 2014 (véase el artículo publicado en este número del Boletín Mensual), se prevé que la actividad mundial se fortalezca gradualmente durante el horizonte de las proyecciones, pero la recuperación probablemente seguirá siendo débil. A las economías avanzadas debería beneficiarles la reducción de los obstáculos, a medida que la progresiva desaparición del despalancamiento del sector privado y la consolidación fiscal estimulen la confianza y respalden la demanda interna, y los mercados de trabajo mejoren lentamente. El fortalecimiento de la demanda externa en las economías avanzadas debería favorecer las exportaciones en las economías emergentes, compensando, en parte, las restricciones impuestas al crecimiento por los impedimentos estructurales, reequilibrando posiblemente las necesidades y el ajuste a las perspectivas de una normalización de la política monetaria en Estados Unidos. En general, el perfil de crecimiento mundial es ligeramente más débil en el corto plazo, pero no varía a más largo plazo en comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en marzo de 2014.

**Cuadro 2 Evolución de los precios en algunas economías**

(tasas de variación interanual)

	2012	2013	2013 Dic	2014 Ene	2014 Feb	2014 Mar	2014 Abr	2014 May
OCDE	2,3	1,6	1,6	1,7	1,4	1,6	2,0	-
Estados Unidos	2,1	1,5	1,5	1,6	1,1	1,5	2,0	-
Japón	0,0	0,4	1,6	1,4	1,5	1,6	3,4	-
Reino Unido	2,8	2,6	2,0	1,9	1,7	1,6	1,8	-
Dinamarca	2,4	0,5	0,4	0,8	0,3	0,2	0,5	-
Suecia	0,9	0,4	0,4	0,2	0,1	-0,4	0,3	-
Suiza	-0,7	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,2	-
Brasil	5,4	6,2	5,9	5,6	5,7	6,2	6,3	-
China	2,6	2,6	2,5	2,5	2,0	2,4	1,8	-
India	9,7	10,1	9,9	8,8	8,0	8,3	8,6	-
Rusia	5,1	6,8	6,5	6,0	6,2	6,9	7,3	7,6
Turquía	8,9	7,5	7,4	7,8	7,9	8,4	9,4	9,7
Polonia	3,7	0,8	0,6	0,6	0,7	0,6	0,3	-
República Checa	3,5	1,4	1,5	0,3	0,3	0,3	0,2	-
Hungría	5,7	1,7	0,6	0,8	0,3	0,2	-0,2	-
Pro memoria:								
OCDE, excluidos energía y alimentos	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	2,0	-

Fuentes: OCDE, datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

Las perspectivas mundiales siguen estando sujetas a riesgos a la baja. Los riesgos geopolíticos, así como la evolución de las economías emergentes y de los mercados financieros mundiales podrían afectar negativamente a la situación económica.

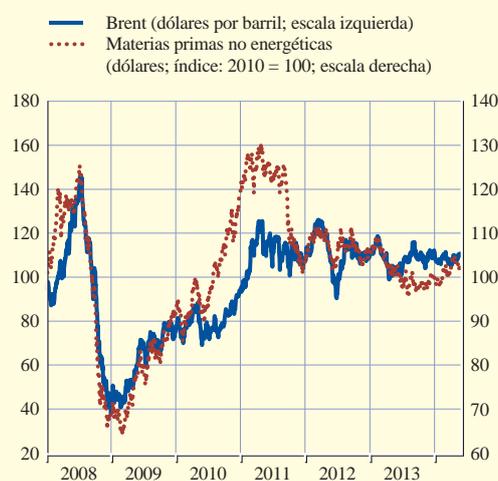
## 1.2 EVOLUCIÓN MUNDIAL DE LOS PRECIOS

La inflación a escala mundial sigue siendo reducida en comparación con las medias históricas, como consecuencia de la contenida evolución de los precios de la energía y de la abundante capacidad productiva sin utilizar. Tras un descenso en el último trimestre de 2013, la inflación general medida por los precios de consumo repuntó ligeramente en los países de la OCDE en el primer trimestre de 2014. La tendencia alcista continuó al comienzo del segundo trimestre cuando la inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en el 2% en abril, frente al 1,6% de marzo, como resultado de los aumentos registrados en todos los componentes. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual de la OCDE también aumentó hasta el 2% en abril. El repunte de la inflación fue evidente en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes, salvo en China, probablemente la excepción más notable (véase cuadro 2). De cara al futuro, se prevé que la inflación a escala mundial siga estando contenida, especialmente en las economías avanzadas, en un contexto de moderación de los precios de las materias primas y de persistencia de la capacidad productiva sin utilizar. Aunque la inflación general se sitúa ahora por debajo de los niveles fijados como objetivo por los bancos centrales en la mayoría de las economías avanzadas, a juzgar por los datos de las encuestas de opinión y los indicadores de los mercados financieros, las expectativas de inflación a medio y largo plazo se han mantenido ancladas.

En las expectativas de inflación a nivel mundial influye notablemente la evolución de los precios de las materias primas y, especialmente, la de los precios de la energía. Los precios del Brent se han mantenido relativamente estables en torno a los 106-111 dólares estadounidenses el barril en los dos últimos meses (véase gráfico 3). El 4 de junio, el precio del barril de Brent se situaba en 109 dólares estadounidenses, es decir, alrededor de un 7% por encima del nivel registrado hace un año. La estabilidad sostenida de los precios del Brent tiene su origen en la interacción de factores de demanda y de oferta. El aumento de la demanda de petróleo sigue siendo lento, según la Agencia Internacional de la Energía, en consonancia con el moderado crecimiento mundial. Por otra parte, los conflictos políticos y los problemas técnicos continúan afectando a la producción de petróleo, tanto en los países de la OPEP como en otros países, aunque la oferta mundial se recuperó en abril con respecto a los bajos niveles observados en marzo. De cara al futuro, los participantes en los mercados de petróleo esperan precios ligeramente más bajos en el medio plazo, y los futuros de Brent con entrega en diciembre de 2015 se negocian a 101 dólares estadounidenses el barril.

Los precios de las materias primas no energéticas descendieron, en promedio, en mayo, reflejando los precios más bajos de los alimentos. Como resultado de las condiciones meteorológicas más

Gráfico 3 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

favorables, la caída de los precios del trigo y del café en particular compensó, en parte, los incrementos de los precios de los alimentos observados en abril. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se sitúa actualmente en torno a un 1,3 % por encima del nivel registrado hace un año.

### 1.3 EVOLUCIÓN EN ALGUNAS ECONOMÍAS

#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el PIB real se contrajo en el primer trimestre de 2014, tras un repunte de la actividad en el segundo semestre de 2013. Esta ha sido la primera tasa de crecimiento intertrimestral negativa registrada en tres años y refleja, en gran medida, las condiciones climatológicas inusualmente extremas que deprimieron la actividad económica (véase cuadro 1). La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real decreció a una tasa anualizada del 1 % (-0,2 % en tasa intertrimestral), tras el crecimiento del 2,6 % (0,7 % en tasa intertrimestral) del cuarto trimestre de 2013. El PIB real se revisó a la baja, con respecto al incremento del 0,1 % presentado en la primera estimación, debido a una mayor contribución negativa de las existencias y de la demanda exterior neta, que se compensó, en parte, con una menor reducción de la inversión privada en capital fijo. La contracción registrada en el primer trimestre de 2014 en comparación con el trimestre anterior refleja, principalmente, una contribución negativa al crecimiento de la acumulación de existencias y una caída de las exportaciones, así como un retroceso de la inversión privada en capital fijo. El hecho de que el gasto en consumo personal haya mostrado una relativa capacidad de resistencia y que el gasto público se haya reducido a un ritmo más lento que en el trimestre anterior añade una nota positiva a la información.

Los indicadores disponibles para el segundo trimestre son coherentes con una aceleración del crecimiento. Se espera que el consumo privado siga siendo robusto, como lo evidencian la solidez de las ventas del comercio al por menor y la mejora de la confianza de los consumidores. La recuperación sostenida del mercado de trabajo es otro factor importante que respalda el consumo privado en el corto plazo. Por el lado de la oferta, los recientes aumentos de la producción industrial y de los pedidos de fábrica también sugieren una recuperación de la actividad en el segundo trimestre, en consonancia con los indicadores de opinión de las empresas correspondientes a mayo. Por otra parte, parecen haberse intensificado los riesgos a la baja para la inversión residencial, asociados a la persistente debilidad de algunos indicadores de la vivienda, a pesar de algunas señales recientes de que podría haberse alcanzado un punto de inflexión. Por ejemplo, los criterios de aprobación de préstamos hipotecarios siguen siendo estrictos y tanto las viviendas iniciadas como las ventas de viviendas, pese a algunas señales de recuperación observadas en abril, han perdido cierto impulso en los últimos meses. De cara al futuro, se espera que la recuperación se acelere en el segundo semestre del año, como consecuencia de una moderación de la presión fiscal, de la favorable situación financiera, del mantenimiento de la política monetaria acomodaticia y de una gradual recuperación de los mercados de trabajo y de la vivienda. Además, la desaparición de la presión a la baja del desapalancamiento de los balances de los hogares, y los incrementos de la riqueza de las familias deberían favorecer la recuperación del consumo privado.

La inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 2 % en abril de 2014, desde el 1,5 % registrado en marzo, principalmente como resultado de una subida de los precios de la energía y de un incremento sostenido de los precios de los alimentos. La inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, aumentó hasta el 1,8 % en abril, desde el 1,7 % de marzo. Aunque la inflación interanual medida por el IPC se elevó de forma acusada en abril, hay que tener presente que en esta cifra influyeron los fuertes efectos de base interanuales del componente energético que se prevé que desaparezcan en los próximos

meses. De cara al futuro, se espera que la abundante capacidad productiva sin utilizar mantenga las presiones inflacionistas subyacentes en niveles reducidos.

En el contexto de una mejora general de las perspectivas económicas, en su reunión de 30 de abril de 2014, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció que reduciría el ritmo de sus compras mensuales de activos en otros 10 mm de dólares, hasta 45 mm de dólares, a partir de mayo. La reducción afecta por igual a las compras de bonos de titulización hipotecaria (que pasarían de 25 mm de dólares a 20 mm de dólares) y a las compras de valores de Tesoro a más largo plazo (de 30 mm dólares a 25 mm de dólares). El Comité reafirmó que, para determinar hasta cuándo mantendría la banda del 0 % al 0,25 % fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales, «tendría en cuenta una amplia gama de indicadores, incluidos los relativos a las condiciones del mercado de trabajo, las presiones inflacionistas y las expectativas de inflación, así como las cifras sobre evolución financiera».

## JAPÓN

La desaceleración de la actividad económica en el segundo semestre de 2013 se revirtió en el primer trimestre de 2014, con un crecimiento del PIB del 1,5 %, en tasa intertrimestral, según la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno. Esta aceleración sobrepasó las expectativas de los mercados y estuvo determinada por el consumo privado, ya que se produjo un adelanto del gasto anticipándose a la subida del impuesto sobre el consumo prevista a partir del 1 de abril. Las importaciones y las exportaciones también registraron fuertes aumentos en tasa intertrimestral del 6,3 % y del 6 %, respectivamente, pero ello coincidió con una reclasificación de la forma en que se registran. No obstante, parte del aumento de las importaciones refleja también el adelanto del gasto privado en anticipación a la subida del impuesto sobre el consumo. Tras el incremento del PIB en el primer trimestre, se prevé una contracción del producto en el segundo trimestre, inducida por los niveles más reducidos de consumo privado al reequilibrarse el gasto. Los datos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, son coherentes con esta perspectiva. Las ventas del comercio al por menor se redujeron de forma acusada en abril, un 4,4 % en tasa interanual. Aunque el índice PMI del sector manufacturero aumentó ligeramente en mayo, permanece muy por debajo de las cifras más robustas registradas en los dos trimestres anteriores. Para el segundo semestre de 2014 se espera un retorno a niveles de crecimiento más moderados.

La inflación interanual medida por el IPC registró un fuerte aumento, hasta el 3,4 % en abril, desde el 1,6 % registrado en marzo, mientras que el IPC excluidos los alimentos, las bebidas y la energía se incrementó 1,6 puntos porcentuales hasta el 2,3 % en abril. El repunte de la inflación en abril se debió al aumento del impuesto sobre el consumo, que pasó del 5 % al 8 % a partir del 1 de abril. El Banco de Japón ha estimado que, una vez tenidas en cuenta las medidas transitorias, la transmisión total de la subida del impuesto sobre el consumo contribuyó 1,9 puntos porcentuales al incremento de la inflación medida por el IPC en abril. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a largo plazo, medidas por la encuesta QUICK, se mantuvieron estables en el 1,5 % en mayo.

En su reunión de 21 de mayo de 2014, el Banco de Japón mantuvo sin variación los objetivos establecidos para la base monetaria.

## REINO UNIDO

En el Reino Unido, el sólido crecimiento económico observado durante todo 2013 ha continuado en 2014. El PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,8 % en el primer trimestre de 2014. El crecimiento se ha visto impulsado por la solidez de la demanda interna que, a su vez, refleja las mejoras en el empleo, las bajas tasas de inflación y el impulso sostenido de la inversión. Varios indicadores de actividad y confianza han seguido mejorando y sugieren que el sólido ritmo de la expansión se mantuvo en el segundo trimestre

del año. No obstante, a medio plazo, la relativa debilidad de las ganancias de productividad, sumada a la necesidad de ajustar los balances del sector público y del sector privado, podría limitar el crecimiento del producto durante algún tiempo. La solidez del crecimiento del producto ha venido acompañada de mejoras en el mercado de trabajo, habiéndose registrado un nuevo descenso del desempleo, hasta el 6,8%, en los tres meses transcurridos hasta marzo de 2014.

Como consecuencia de efectos estacionales relacionados con las fechas de la Semana Santa, la inflación interanual medida por el IPC se incrementó en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 1,8% en abril de 2014, pero se mantuvo por debajo del objetivo del 2% establecido por el banco central. De cara al futuro, es probable que las presiones inflacionistas continúen estando contenidas durante algún tiempo, en vista de la capacidad productiva no utilizada existente en la economía y de los efectos retardados de la reciente apreciación de la libra esterlina. En su reunión de 5 de junio de 2014, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% y el volumen de su programa de compras de activos en 375 mm de libras esterlinas.

#### OTRAS ECONOMÍAS EUROPEAS

En Suecia, la actividad económica experimentó una moderada contracción a comienzos de 2014, a una tasa del 0,1%, tras el crecimiento sorprendentemente alto registrado en el cuarto trimestre del año pasado. En Dinamarca, la actividad económica fue robusta a comienzos de 2014, registrándose un crecimiento del 0,9%, en tasa intertrimestral, tras los débiles resultados obtenidos a finales del pasado año. Esta dinámica es atribuible, principalmente, a la demanda interna en ambos países. De cara al futuro, en el conjunto de 2014, el crecimiento del PIB real probablemente cobrará fuerza tanto en Suecia como en Dinamarca. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por el IAPC ha seguido siendo, en general, moderada en los últimos meses, situándose, en abril, en el 0,5% en Dinamarca y en el 0,3% en Suecia.

En los Estados miembros más grandes de Europa Central y Oriental (PECO), ha continuado la recuperación de la actividad económica. Según los datos preliminares, el PIB real registró un fuerte aumento en el primer trimestre de 2014 en Polonia y Hungría, creciendo a una tasa intertrimestral del 1,1%, mientras que en la República Checa y Rumanía, se mantuvo prácticamente sin variación. De cara al futuro, la recuperación económica en estos países probablemente continuará fortaleciéndose en 2014, respaldada cada vez más por la demanda interna. Pese a los riesgos asociados a las posibles tensiones geopolíticas en la región, es probable que las exportaciones registren unos buenos resultados, como consecuencia del impacto de varios proyectos de inversión extranjera directa que se espera que alcancen su plena capacidad en 2014. En los últimos meses, la inflación interanual medida por el IAPC ha seguido reduciéndose en las economías más grandes de este grupo, registrando mínimos históricos en varios países. La inflación se ha moderado gracias a las reducidas tasas de variación de los precios de la energía y de los alimentos, a la desaparición de los efectos de base de anteriores aumentos (o, más recientemente, de las reducciones) de los impuestos indirectos y los precios administrados, y a la moderación de las presiones de costes internas. De cara al futuro, es probable que la inflación registre una moderada aceleración en un contexto de reducción de las brechas de producción y de aumento de la inflación importada.

En Turquía el crecimiento siguió desacelerándose en el cuarto trimestre de 2013, cayendo hasta el 0,5% en tasa intertrimestral, pero continuó siendo comparativamente fuerte, a pesar del entorno de financiación, tanto interno como externo, menos favorable. Los indicadores económicos disponibles para 2014 apuntan a un enfriamiento de la actividad, reflejo del endurecimiento de la política monetaria y de las condiciones de los créditos al por menor, así como de la intensificación de las tensiones políticas antes de las elecciones locales; al mismo tiempo, la demanda externa probablemente ha respaldado el producto en el primer trimestre de 2014. Pese a que el banco central elevó el tipo de interés oficial en enero, la

inflación interanual medida por el IPC ha registrado un nuevo aumento y sigue situándose muy por encima del objetivo fijado por el banco central como consecuencia de la transmisión de la depreciación de la lira, las elevadas expectativas de inflación y la negativa evolución de los precios de los alimentos.

En Rusia, el crecimiento en el cuarto trimestre de 2013 fue relativamente sólido (0,9% en tasa intertrimestral), estimulado por una vigorosa expansión de las exportaciones, mientras que las importaciones se contrajeron como resultado de la debilidad de la demanda interna. En el primer trimestre de 2014, las repercusiones de la crisis de Ucrania podrían haber afectado sustancialmente a la actividad, ya que el repetido endurecimiento de la política monetaria por parte del banco central y el repunte de las salidas de capital han elevado el coste de la financiación para los hogares y las empresas. Al mismo tiempo, la intensificación de la incertidumbre y los riesgos políticos podrían haber tenido un impacto negativo en las decisiones de inversión y consumo. En un contexto de significativa depreciación del rublo desde el segundo semestre de 2013, la inflación aumentó en el primer trimestre de 2014 por encima del objetivo establecido por el banco central.

#### **ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA**

En China, el crecimiento continuó la tendencia descendente observada desde finales del año pasado. En el primer trimestre de 2014, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 7,4%, en tasa interanual, desde el 7,7% del trimestre anterior. En tasa intertrimestral, el crecimiento se redujo hasta el 1,4%, desde el 1,7% del trimestre precedente, debido a factores transitorios y a la debilidad de la inversión, en particular, en el sector de la vivienda. De cara al futuro, el ritmo de crecimiento debería afianzarse como consecuencia del fortalecimiento de la demanda externa de las economías avanzadas y de las discretas medidas de estímulo fiscal y monetario. Las autoridades siguieron insistiendo en que China se encamina por una senda de crecimiento más lento pero más sostenible y que las expectativas de crecimiento deben adaptarse en consecuencia.

Las presiones inflacionistas continúan siendo moderadas y la inflación interanual, medida por el IPC, sigue fluctuando en torno al 2%, mientras que, medida por el IPRI, se mantiene en valores negativos. El crecimiento del crédito continúa desacelerándose, en particular por los menores volúmenes de préstamos a corto plazo y de préstamos no bancarios, lo que sugiere que la calidad del crédito podría estar mejorando. El comercio exterior se está estabilizando en cifras interanuales, tras la drástica caída registrada en meses anteriores del año en curso. Como resultado, el superávit comercial se ha recuperado ligeramente, pero sigue siendo reducido desde una perspectiva histórica.

Por lo que respecta a otras economías emergentes de Asia, tras un repunte en el segundo semestre del pasado año, el crecimiento en la región se moderó a comienzos de 2014, ya que el menor crecimiento de la economía china tuvo efectos adversos, especialmente en otras economías asiáticas con las que China mantiene lazos económicos y financieros estrechos. No obstante, las perspectivas están mejorando en India y en otras economías emergentes de Asia que han emprendido reformas y han reducido los desequilibrios. Por consiguiente, la perspectiva de una recuperación económica sigue siendo firme, especialmente para las economías orientadas a la exportación, que se beneficiarán de la gradual aceleración de la demanda en las economías avanzadas.

Examinando con más detalle la evolución de algunas economías se observa que, en India, el crecimiento fue, en general, débil en 2013, pero se recuperó en el primer trimestre de 2014 hasta el 6,1%, impulsado por el gasto. Este incremento del PIB estuvo determinado por un repunte del consumo, aunque las exportaciones también han seguido siendo sólidas, como consecuencia de las ganancias de competitividad y del aumento de la demanda de las economías avanzadas. Al mismo tiempo, las importaciones fueron débiles, debido a las restricciones impuestas a las importaciones de oro, lo que dio lugar a mejoras

significativas de la balanza por cuenta corriente. Los precios descendieron con bastante rapidez y de forma generalizada en el primer trimestre de 2014, pero los precios más altos de los alimentos y un repunte de la actividad podrían dar lugar a presiones al alza. La economía de Indonesia creció un 1 % en el primer trimestre de 2014, cifra significativamente inferior al 1,5 % registrado en el cuarto trimestre de 2013. Esta desaceleración se debió, principalmente, al debilitamiento de las exportaciones y de la demanda interna, ya que los aumentos de los tipos de interés, que ascendieron a 175 puntos básicos en el transcurso de 2013, comenzaron a afectar a la inversión. Los precios más bajos del petróleo y la debilidad de la demanda dieron lugar a una nueva caída de la inflación medida por el IPC, que se redujo hasta el 7,3 % en abril, pero sigue situándose notablemente por encima de la banda establecida como objetivo (3,5 % al 5,5 %). En Corea, la solidez de la inversión y de las exportaciones continuó respaldando el crecimiento del PIB, que se situó en el 0,9 % en el primer trimestre de 2014. El crecimiento más sólido se está traduciendo en una mayor inflación, que aumentó hasta el 1,5 % en abril de 2014, pero sigue situándose por debajo de la banda del 2 % al 4 % fijada como objetivo por el Banco de Corea.

#### ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

El crecimiento en los países de Oriente Medio continuó siendo dispar hacia finales de 2013 y a principios de 2014. Las economías exportadoras de petróleo siguieron registrando una sólida expansión de la actividad, mientras que, en algunos lugares de la región afectados por la primavera árabe, la producción se vio frenada por la persistencia de las tensiones políticas y la agitación social, que retrasaron la implementación de políticas conducentes a un mayor crecimiento, así como una recuperación más vigorosa del gasto del sector privado. En el África subsahariana el crecimiento ha seguido siendo sólido, respaldado por una moderada recuperación de la actividad en Nigeria y en Sudáfrica y por la inversión en infraestructura y en industrias extractivas.

#### AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica cobró cierto impulso hacia finales de 2013, pero siguió siendo débil en los primeros meses de 2014, observándose grandes diferencias entre las principales economías de la región. Las restricciones por el lado de la oferta y el limitado margen de maniobra para aplicar medidas de política anticíclicas en un entorno de elevada inflación están frenando el crecimiento del producto en Brasil, mientras que el aumento de los desequilibrios internos y las presiones del tipo de cambio están afectando a la confianza y al desempeño económico en Argentina. Por el contrario, en México la actividad económica se está beneficiando de un repunte de la demanda externa, en particular de Estados Unidos, y de la normalización del gasto público, en la medida en que van desapareciendo los factores transitorios que deprimieron la demanda el pasado año. De cara al futuro, se prevé una gradual recuperación del crecimiento en 2014, respaldada por la mejora de la demanda global, aunque se mantendrá por debajo de la tendencia histórica.

En Brasil, el crecimiento del PIB real experimentó una desaceleración en el primer trimestre de 2014, pasando del 0,4 %, en tasa intertrimestral, de los tres meses anteriores, al 0,2 %. La desaceleración reflejó el descenso de la demanda interna y la contribución negativa de la demanda exterior neta, que se compensaron, en parte, con una elevada acumulación de existencias. Pese a las moderadas tasas de crecimiento, las presiones inflacionistas se han vuelto a intensificar en los últimos meses, como consecuencia, en cierta medida, de una perturbación de oferta de los alimentos motivada por una grave sequía en el sur del país, que afectó a las cosechas y provocó una subida de los precios de los alimentos. Este factor, sumado a las elevadas expectativas de inflación hizo que el banco central incrementase de nuevo el tipo de interés oficial, en 25 puntos básicos hasta el 11 %, en abril. No obstante, la institución decidió en mayo poner fin al ciclo de endurecimiento manteniendo sin variación el tipo de interés oficial tras un aumento acumulado de 375 puntos básicos desde abril de 2013. En México,

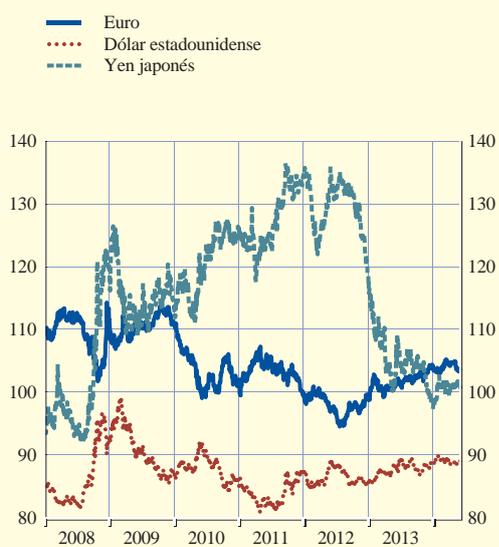
el crecimiento del PIB real registró una aceleración en el primer trimestre de 2014, hasta el 0,3 % en tasa intertrimestral, frente al 0,1 % del trimestre anterior. Por el lado de la oferta, el repunte del crecimiento reflejó algunas mejoras en las actividades de la industria y de los servicios, mientras que en el sector agrícola se produjo un estancamiento. En Argentina, el crecimiento siguió reduciéndose de forma acusada en el primer trimestre de 2014, como lo sugiere el indicador de actividad económica, que se contrajo un 0,7 % en tasa intertrimestral. La elevada inflación está erosionando el poder adquisitivo de los consumidores, mientras que las medidas de ajuste adoptadas para restablecer la estabilidad macroeconómica en el país, sumadas a unos niveles de confianza históricamente bajos, están deprimiendo el crecimiento.

#### I.4 TIPOS DE CAMBIO

Desde comienzos de marzo hasta el 4 de junio de 2014, el euro se depreció ligeramente frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. En un entorno de volatilidad reducida en general, los movimientos de los tipos de cambio guardaron relación, en gran medida, con la evolución de las expectativas respecto a la trayectoria de la política monetaria, y con los ajustes de las expectativas de los mercados en cuanto a las perspectivas económicas de la zona del euro en relación con otras grandes economías. El 4 de junio de 2014, el tipo de cambio efectivo del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro se situaba un 0,6 % por debajo del nivel registrado a comienzos de marzo, aunque un 2,3 % por encima del observado un año antes (véanse gráfico 4 y cuadro 3).

**Gráfico 4** Tipos de cambio efectivos nominales del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés

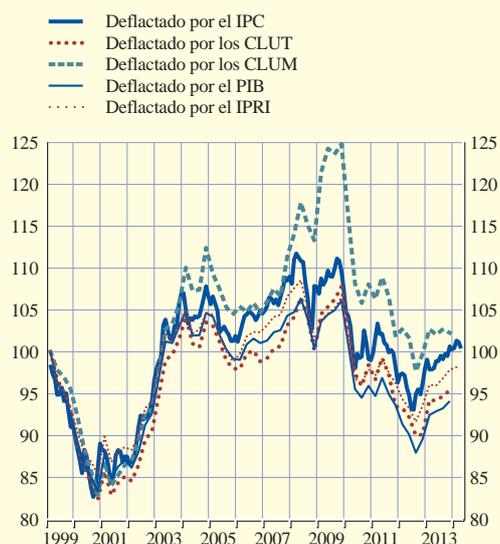
(datos diarios; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.  
 Nota: El tipo de cambio efectivo nominal del euro se calcula frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Los tipos de cambio efectivos nominales del dólar estadounidense y del yen japonés se calculan frente a las monedas de 39 de los socios comerciales más importantes de Estados Unidos y Japón.

**Gráfico 5** Tipos de cambio efectivos reales del euro

(datos mensuales/trimestrales; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.  
 Nota: Los tipos de cambio efectivos reales del euro se calculan frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

**Cuadro 3 Evolución del tipo de cambio del euro**

(datos diarios; unidades de moneda por euro; tasas de variación)

	Ponderación en el tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20)	Variación del tipo de cambio efectivo del euro a 4 de junio de 2014 con respecto al	
		3 de marzo de 2014	4 de junio de 2013
TCE-20		-0,6	2,3
Renminbi chino	18,7	0,7	6,2
Dólar estadounidense	16,8	-1,0	4,1
Libra esterlina	14,8	-1,2	-5,0
Yen japonés	7,2	0,2	6,5
Franco suizo	6,4	0,6	-1,6
Esloti polaco	6,2	-1,1	-2,2
Corona checa	5,0	0,4	6,5
Corona sueca	4,7	2,4	5,9
Won coreano	3,9	-5,1	-4,8
Forinto húngaro	3,2	-2,3	4,8
Corona danesa	2,6	0,0	0,1
Leu rumano	2,0	-2,5	0,2
Kuna croata	0,6	-1,1	0,4

Fuente: BCE.

Nota: El tipo de cambio efectivo nominal se calcula frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

Los movimientos contenidos del tipo de cambio efectivo reflejan la volatilidad relativamente baja de los tipos de cambio bilaterales del euro durante ese período. En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha debilitado frente al dólar estadounidense (un 1 %) y la libra esterlina (un 1,2 %), y se ha apreciado ligeramente frente al yen japonés (un 0,2 %). Durante el período considerado, el euro se depreció también frente a las monedas de los países exportadores de materias primas, así como frente a las de las economías emergentes de Asia, con la excepción del renminbi chino, frente al que se apreció un 0,7 %.

Por lo que se refiere a las monedas de los restantes Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el tipo de cambio del euro se depreció en la mayoría de los casos: frente al leu rumano (un 2,5 %), el forinto húngaro (un 2,3 %), el esloti polaco (un 1,1 %) y la kuna croata (1,1 %). Al mismo tiempo, se apreció frente a la corona sueca (un 2,4 %) y, en menor medida, frente a la corona checa (un 0,4 %). La litas lituana y la corona danesa, que participan en el MTC II, se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en niveles próximos a dichas paridades.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en mayo de 2014, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo se situaba un 2,4 % por encima del nivel registrado un año antes (véase gráfico 5). Este aumento refleja la apreciación nominal del euro durante el mismo período, que solo se contrarrestó parcialmente con una menor tasa de inflación de los precios de consumo en la zona del euro en comparación con sus principales socios comerciales.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La información disponible para el primer trimestre y abril de 2014 confirma la debilidad subyacente del crecimiento monetario y crediticio. El crecimiento interanual de M3 registró una moderación adicional, reflejando la menor preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez monetaria, con un desplazamiento de fondos hacia activos mejor remunerados no incluidos en el agregado monetario amplio. El crédito al sector privado no financiero mantuvo su debilidad en los cuatro primeros meses de 2014, con un crecimiento estable, aunque contenido, de los préstamos a hogares y nuevas amortizaciones netas de préstamos a sociedades no financieras. La acumulación de activos exteriores netos por parte de las IFM continuó siendo la principal fuente de creación de dinero en la zona del euro en el primer trimestre de 2014, aunque en abril el flujo de entrada mensual fue solo moderado. No hay señales fuertes de que la tendencia general al desapalancamiento haya comenzado a estabilizarse, ya que los principales activos de las IFM siguieron reduciéndose en el primer cuatrimestre de 2014, con un ritmo de caída básicamente igual al de los últimos meses.

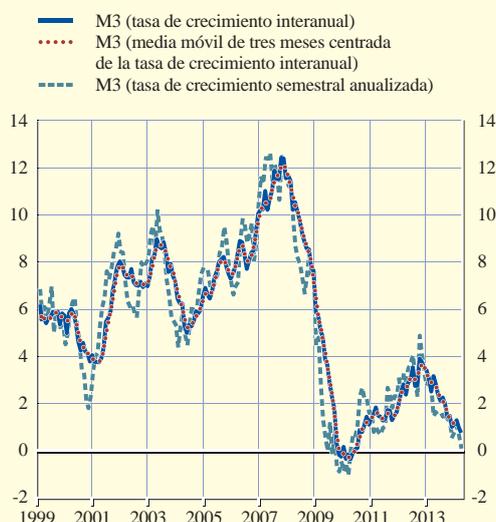
El crecimiento interanual de M3 registró una moderación adicional en marzo y abril de 2014, tras haberse recuperado ligeramente a principios del año. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 0,8% en abril, lo que representa una caída con respecto al 1,5% del cuarto trimestre de 2013 y al 1,1% del primer trimestre de 2014 (véanse gráfico 6 y cuadro 4).

La evolución más reciente de M3 continúa reflejando la menor preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez monetaria en un contexto de búsqueda de rentabilidad. Por una parte, este sector prefiere mantener depósitos a la vista muy líquidos antes que otros depósitos a corto plazo e instrumentos negociables (lo que ha respaldado el sólido, aunque cada vez menor, crecimiento interanual de M1). Por otra parte, consideraciones de rentabilidad/riesgo también han llevado a los inversores a desplazar parte de sus activos hacia instrumentos menos líquidos y mejor remunerados no incluidos en M3, como los fondos de inversión.

Los préstamos a las Administraciones Públicas continuaron disminuyendo en el primer trimestre y en abril de 2014. Los préstamos al sector privado no financiero también volvieron a contraerse en el primer trimestre del año, aunque el ritmo de contracción cayó ligeramente en abril. La amortización neta de préstamos concedidos a las sociedades no financieras y la fragilidad del crecimiento del crédito a los hogares reflejaron una combinación de factores, como la persistente debilidad de la situación económica, la necesidad de desapalancamiento tras los excesos del pasado y las restricciones de crédito en algunos países de la zona del euro. Al mismo tiempo, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014 confirmaron la estabilización de las condiciones de concesión del crédito bancario a empresas y hogares de la zona del euro, con señales incipientes de relajación en el caso de algunos sectores prestatarios (véase recuadro 1 del Boletín Mensual de mayo de 2014).

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

**Cuadro 4 Cuadro resumen de variables monetarias**

(los datos trimestrales son medias; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)

	Saldos vivos en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I	2014 Mar	2014 Abr
<b>M1</b>	<b>55,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>
Efectivo en circulación	9,4	2,7	2,6	4,1	6,0	6,5	5,3
Depósitos a la vista	46,3	9,2	7,8	6,9	6,0	5,4	5,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,4	0,2	0,3	-1,2	-2,4	-2,3	-2,3
Depósitos a plazo hasta dos años	16,9	-5,8	-5,0	-6,3	-6,8	-6,4	-6,0
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,5	5,8	5,0	3,3	1,4	1,1	0,7
<b>M2</b>	<b>94,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	6,0	-14,9	-17,2	-17,1	-13,9	-14,6	-15,2
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,2</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		3,3	2,0	0,1	-0,2	-0,9	-0,9
Préstamos a las Administraciones Públicas		-2,6	-6,0	-6,7	-4,0	-3,1	-3,9
Crédito al sector privado		-1,0	-1,2	-1,6	-2,3	-2,5	-2,5
Préstamos al sector privado		-1,1	-1,9	-2,2	-2,2	-2,2	-1,8
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulaciones <sup>2)</sup>		-0,6	-1,4	-1,8	-2,0	-2,0	-1,5
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>-4,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,5</b>

Fuente: BCE.

1) A fin del último mes disponible. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

2) Ajustados de préstamos dados de baja del balance estadístico de las IFM por venta o titulización.

Dicha encuesta muestra asimismo que la demanda de préstamos puede haber comenzado a recuperarse tras años de contracción.

La acumulación de activos exteriores netos por parte de las IFM continuó siendo la principal fuente de creación de dinero en la zona del euro en el primer trimestre de 2014, aunque en abril el flujo de entrada mensual fue solo moderado. Al mismo tiempo, los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM siguieron registrando salidas en los cuatro primeros meses de 2014.

Al continuar las presiones de desapalancamiento en el sistema bancario de la zona del euro, los principales activos de las IFM siguieron disminuyendo básicamente al mismo ritmo y registraron una contracción de 66 mm de euros en el primer cuatrimestre del año.

En conjunto, la evolución monetaria del período transcurrido hasta abril de 2014 confirma la debilidad del crecimiento monetario y crediticio en un entorno caracterizado por baja inflación, crecimiento moderado y tipos de interés extraordinariamente reducidos.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La moderación de la tasa de crecimiento interanual de M3 reflejó, principalmente, un descenso adicional de la contribución de los depósitos a la vista y de otros depósitos a corto plazo. El agregado monetario estrecho (M1) continuó siendo el principal motor del crecimiento de M3 en el primer trimestre y en abril (véase gráfico 7). La aportación de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) siguió siendo negativa, aunque algo menos que en el cuarto trimestre de 2013.

En cuanto a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó una nueva moderación y se situó en el 6% en el primer trimestre de 2014 y en el 5,2% en abril, frente al 6,4% del cuarto trimestre de 2013 (véase cuadro 4). La desaceleración observada en el primer trimestre fue consecuencia de las menores entradas de fondos en depósitos a la vista, debido principalmente a la retirada de depósitos de intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (es decir, el sector de OIF), un componente altamente volátil de los depósitos a la vista. La tasa de crecimiento del efectivo en circulación aumentó en el primer trimestre de 2014, pero luego retrocedió en abril.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista cayó desde el -1,2% en el cuarto trimestre de 2013 hasta el -2,4% en el primer trimestre de 2014, antes de estabilizarse, en general, en abril. Los depósitos a plazo hasta dos años continuaron registrando cuantiosas salidas de fondos en el primer trimestre, con una tasa de crecimiento interanual del -6,8% (frente al -6,3% del cuarto trimestre), mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se redujo significativamente, situándose en el 1,4% en el primer trimestre (frente al 3,3% del cuarto trimestre). Los depósitos a plazo hasta dos años experimentaron una contracción adicional y su tasa de crecimiento interanual se situó en el -6% en abril, mientras que la de los depósitos de ahorro a corto plazo fue del 0,7% en dicho mes. La evolución de estos tipos de inversión obedece sobre todo a su excepcionalmente baja rentabilidad en relación con otros instrumentos de inversión (véanse secciones 2.4 y 2.5).

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó en el primer trimestre, aunque continuó situándose en un nivel muy negativo (el -13,9%), antes de seguir cayendo hasta el -15,2% en abril. El sector tenedor de dinero redujo nuevamente sus tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (esto es, con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM, cuya tasa de crecimiento interanual se estabilizó en niveles muy bajos (el -33,1% en el primer trimestre, prácticamente sin variación con respecto al cuarto trimestre), antes de registrar un descenso adicional y situarse en el -38,8% en abril. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario fue del -9,4% en el primer trimestre y del -10,8% en abril, frente al -12,1% del cuarto trimestre. La tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales se situó en el -7,1% en el primer trimestre y en el -7,9% en abril, frente al -11,2% del cuarto trimestre. Las continuas salidas observadas en los fondos del mercado monetario se debieron, probablemente, a la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, que siguieron reasignando sus fondos hacia otros tipos de inversión con mejores perspectivas de remuneración, ya que los niveles tan reducidos de los tipos de interés están restando atractivo a los instrumentos negociables incluidos en M3. En comparación, desde finales de 2012 las tasas de rentabilidad de los fondos de inversión han sido permanentemente positivas y relativamente elevadas (para más detalles, véase la sección 2.2). En paralelo, los fondos del mercado monetario han afrontado crecientes dificultades para generar rendimientos positivos significativos para los inversores. Además, los incentivos regulatorios que favorecen la financiación de las

**Gráfico 7 Principales componentes de M3**

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



Fuente: BCE.

entidades de crédito mediante depósitos también han contribuido a la falta de dinamismo de las emisiones de valores distintos de acciones de las IFM (a todos los plazos) y de las participaciones en fondos del mercado monetario.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen todos los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, disminuyó nuevamente y se situó en el 1,8% en el primer trimestre de 2014, frente al 2,9% del cuarto trimestre de 2013, antes de registrar una caída adicional y situarse en el 1,5% en abril (véase gráfico 8). Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares alcanzó el 1,5% en abril, mientras que la de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras fue del 5,8%. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras se contrajo ligeramente con respecto al cuarto trimestre de 2013, situándose en el 8% en el primer trimestre y en el 7,9% en abril. Es probable que el sólido crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras refleje la preferencia de estas por mantener un amplio porcentaje de sus beneficios en activos líquidos y que sea una importante contrapartida de las significativas entradas de capital en la zona del euro. Analizando la dispersión geográfica de los flujos de fondos registrados en los depósitos de M3, parece que el fortalecimiento de la base de depósitos observado en los países sometidos a tensiones en los últimos meses ha perdido vigor, con unas tasas de crecimiento que se estabilizan, en consonancia con la moderación registrada para el conjunto de la zona del euro.

Es probable que el sólido crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras refleje la preferencia de estas por mantener un amplio porcentaje de sus beneficios en activos líquidos y que sea una importante contrapartida de las significativas entradas de capital en la zona del euro. Analizando la dispersión geográfica de los flujos de fondos registrados en los depósitos de M3, parece que el fortalecimiento de la base de depósitos observado en los países sometidos a tensiones en los últimos meses ha perdido vigor, con unas tasas de crecimiento que se estabilizan, en consonancia con la moderación registrada para el conjunto de la zona del euro.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

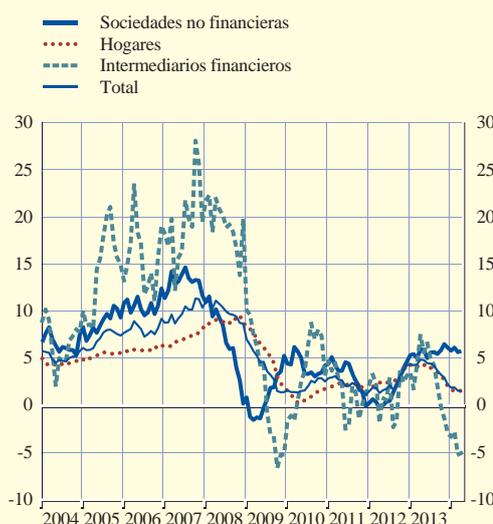
En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro continuó contrayéndose en el primer trimestre y en abril. La acumulación de activos exteriores netos por parte de las IFM siguió siendo la principal fuente de creación de dinero en la zona del euro en el primer trimestre, aunque, en abril, el flujo de entrada intermensual fue solo moderado.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado volvió a caer y se situó en el -2,3% en el primer trimestre y en el -2,5% en abril, frente al -1,6% del cuarto trimestre de 2013. Entre sus componentes, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones también mantuvo su acusado descenso en abril, situándose en el -9,8%, frente al -5% del primer trimestre y el 0,5% del cuarto trimestre. La tasa de crecimiento interanual de las acciones y otras participaciones registró, asimismo, una disminución adicional (aunque continuó siendo positiva) y fue del 1,2% en el primer trimestre y del 0,2% en abril, frente al 3,4% del cuarto trimestre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado permaneció sin variación en el -2,2% en el primer trimestre de 2014, antes de aumentar hasta el -1,8% en abril.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustados de ventas y titulaciones) cayó al -2% en el primer trimestre, desde el -1,8% del cuarto trimestre (véase cuadro 4). En abril,

**Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales**

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



Fuente: BCE.  
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

esta tasa pasó a ser menos negativa y se situó en el  $-1,5\%$ , aunque el incremento observado en dicho mes se debió, principalmente, a operaciones específicas que afectaron a algunas IFM concretas. Desde una perspectiva sectorial, los préstamos a hogares continuaron registrando un crecimiento interanual moderadamente positivo en el primer trimestre, mientras que el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras y de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios pasó a niveles ligeramente más negativos. En abril, el crecimiento interanual de los préstamos a hogares permaneció estable, mientras que los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los intermediarios financieros no monetarios se incrementaron.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulaciones) permaneció estable en los últimos meses. Se situó en el  $0,4\%$  en abril, una tasa bastante similar a las observadas desde el segundo trimestre de 2012 (para más detalles, véase la sección 2.7). En los cuatro primeros meses de 2014, los flujos de préstamos para adquisición de vivienda continuaron siendo el principal motor del crédito total a los hogares, mientras que los flujos totales de crédito al consumo y otros préstamos a hogares fueron negativos en el primer cuatrimestre de 2014. Los indicios procedentes de la encuesta sobre préstamos bancarios y los precios de la vivienda son coherentes con las expectativas de un fortalecimiento gradual de la actividad en el mercado de préstamos para adquisición de vivienda. De acuerdo con las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014, los criterios de aprobación del crédito aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se relajaron en términos netos en el primer trimestre, mientras que la demanda neta de estos préstamos se incrementó sustancialmente (véase recuadro 1 del Boletín Mensual de mayo de 2014). Esta evolución fue generalizada en los grandes países. Las entidades de crédito indicaron que los principales factores determinantes del aumento neto de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda fueron la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en el  $-2,7\%$  en abril, ligeramente por encima de las tasas observadas en el cuarto trimestre de 2013 y en el primer trimestre de 2014. Esta evolución fue consecuencia de la mayor contribución de los préstamos con vencimiento a medio y largo plazo, mientras que la aportación de los préstamos a corto plazo volvió a disminuir. Adoptando una perspectiva a más largo plazo, tras la estabilización de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras a partir de mediados de 2013, alcanzar un punto de inflexión en la dinámica de dichos préstamos en los próximos meses sería coherente con la relación histórica adelanto/retardo entre los préstamos a las sociedades no financieras y el PIB real a lo largo del ciclo económico. El recuadro 1 presenta, de forma más desagregada, la evolución reciente de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, desglosados por sector económico.

#### Recuadro 1

##### **EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS IFM A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, DESGLOSADOS POR SECTOR ECONÓMICO**

La tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras ha sido negativa desde principios de 2012, debido, en gran medida, a las necesidades de desapalancamiento de los sectores financiero y no financiero. El ritmo de contracción se ha estabilizado en los últimos meses, pero todavía no se detectan señales claras de que se haya alcanzado un

punto de inflexión<sup>1</sup>. Con este trasfondo, en el presente recuadro se presentan datos actualizados de la evolución sectorial de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, desglosados por sector económico (según la clasificación NACE), con el fin de analizar la aportación de los sectores más importantes a la dinámica de los préstamos totales concedidos a estas sociedades<sup>2</sup>. Estos datos sectoriales están disponibles hasta el cuarto trimestre de 2013<sup>3</sup>.

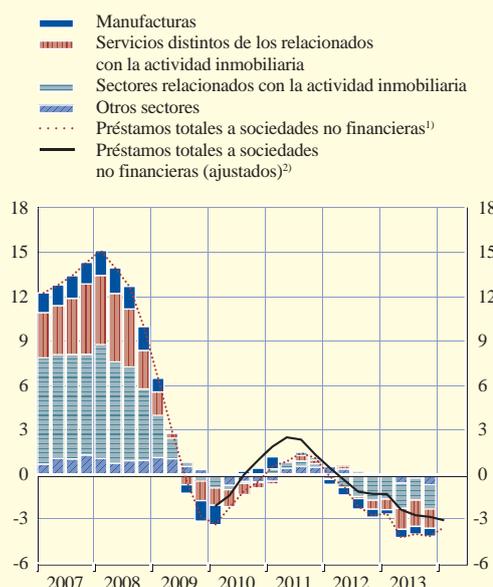
En el segundo semestre de 2013, la tasa de variación interanual del saldo vivo total de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras se mantuvo estable, en un nivel ligeramente por debajo del -4%. Sin embargo, los datos no están ajustados por reclasificaciones, cambios de valoración o ventas y titulaciones, factores que han de tenerse en cuenta para medir el flujo efectivo de financiación recibida por las sociedades de la zona del euro. Ajustada por estos factores, la serie agregada continúa mostrando un descenso de la tasa de variación interanual en el primer trimestre de 2014 (véase gráfico A). No obstante, no se dispone de dichos ajustes a nivel sectorial.

La tasa negativa del saldo vivo total (no ajustado) de préstamos a sociedades no financieras en el segundo semestre de 2013 se explica principalmente por la evolución de los préstamos relacionados con la actividad inmobiliaria (es decir, el agregado de los sectores de construcción y de servicios inmobiliarios) y de los préstamos al sector servicios (excluidos los inmobiliarios). La aportación negativa de los préstamos a sociedades que desarrollan su actividad en el sector manufacturero y otros sectores se mantuvo contenida. En conjunto, la aportación de todos estos sectores permaneció básicamente estable en los dos últimos trimestres de 2013.

Aunque no puede detectarse una fuerte divergencia sectorial en la evolución reciente del crecimiento de los préstamos, aún continúa apreciándose una heterogeneidad significativa entre países. Esta heterogeneidad puede ilustrarse agrupando los países de la zona del euro en tres categorías, en función de la tasa de crecimiento media de los préstamos a los sectores relacionados con la actividad inmobiliaria (en los que los préstamos a sociedades registraron la expansión más notable antes de la crisis)

**Gráfico A Tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, por sector económico**

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Observación más reciente: primer trimestre de 2014 para los datos agregados y cuarto trimestre de 2013 para los datos sectoriales. Los datos sectoriales están ajustados por el impacto de la transferencia de activos a la Sareb por parte de las IFM españolas en el cuarto trimestre de 2012 y el primer trimestre de 2013.

1) Tasas de crecimiento obtenidas de los saldos vivos, ajustados únicamente por las transferencias de activos a la Sareb.

2) Tasas de crecimiento obtenidas de las operaciones mensuales, ajustadas por ventas y titulaciones.

1 Véase el texto principal de la sección 2.1 de este *Boletín Mensual*.

2 Véase un análisis anterior en el recuadro titulado «Evolución reciente de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, desglosados por sector económico», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2013.

3 Para obtener más información sobre los últimos datos publicados, véase el sitio web del BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Los datos correspondientes al desglose sectorial de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras deberían interpretarse con cautela, ya que se basan en datos nacionales que no están completamente armonizados y son, en parte, estimaciones. Por ejemplo, los datos de los últimos años se han visto afectados por diversos factores especiales, como operaciones relacionadas con la reestructuración del sector bancario en algunos países, que deben tenerse debidamente en cuenta.

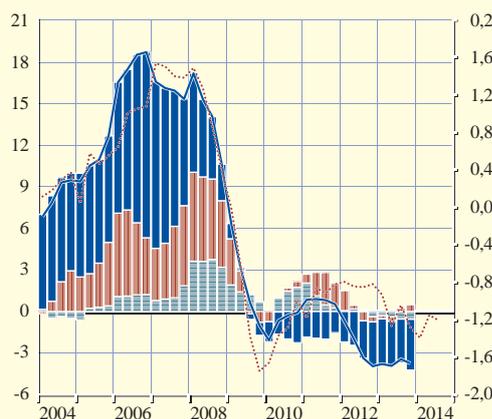
en 2006, año en el que se registraron máximos históricos. Los países de «fuerte crecimiento», que impulsaron la mayor parte del auge crediticio anterior a 2007, así como la posterior caída, continúan siendo responsables del grueso de la contracción de los préstamos en todos los sectores principales (véanse gráficos B, C y D). Sin embargo, la desaceleración de estos préstamos también puede explicarse por la tímida contribución en todos los sectores de países de «débil crecimiento» y de «crecimiento moderado», con la posible excepción de las aportaciones ligeramente positivas de los préstamos concedidos al sector manufacturero de países clasificados como de «débil crecimiento».

En conjunto, adoptando una perspectiva a medio plazo, la fragilidad del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras observada hasta el cuarto trimestre de 2013 fue generalizada en todos los sectores, pero tuvo su origen, principalmente, en la evolución experimentada en países concretos que habían registrado tasas de crecimiento de los préstamos muy elevadas antes de la crisis en los sectores relacionados con la actividad inmobiliaria (países de «fuerte crecimiento»).

**Gráfico B Préstamos relacionados con la actividad inmobiliaria concedidos a sociedades no financieras y contribución al crecimiento por grupos de países**

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

- Contribución de los países de «fuerte crecimiento» (escala izquierda)
- Contribución de los países de «crecimiento moderado» (escala izquierda)
- Contribución de los países de «débil crecimiento» (escala izquierda)
- Crecimiento de los préstamos relacionados con la actividad inmobiliaria (escala izquierda)
- ⋯ Indicador de confianza de la construcción (desplazado<sup>1</sup>, escala derecha)

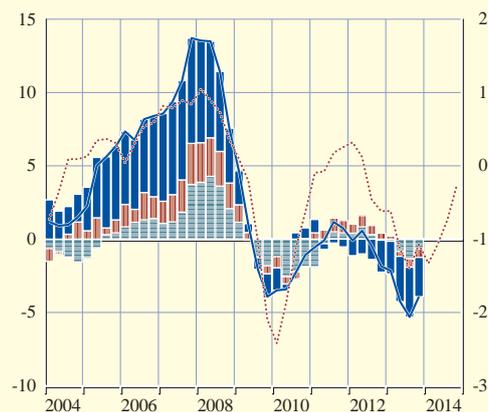


Fuente: BCE.  
 Notas: Los «préstamos relacionados con la actividad inmobiliaria» incluyen los préstamos a sociedades no financieras que se dedican a la construcción y a los servicios inmobiliarios (basados en los datos de los países que han presentado las series pertinentes a partir de 2003). Se considera que los países son de crecimiento «fuerte» (Italia, España, Irlanda y Grecia), «moderado» (Francia, Bélgica, Finlandia y Luxemburgo) o «débil» (Alemania, Países Bajos, Austria y Portugal) en función de las tasas de crecimiento registradas en 2006 a escala nacional. Los datos están ajustados por el impacto de la transferencia de activos a la Sareb por parte de las IFM españolas en el cuarto trimestre de 2012 y en el primer trimestre de 2013.  
 1) Indicador de confianza de la construcción desplazado dos trimestres hacia adelante de acuerdo con la correlación máxima.

**Gráfico C Préstamos concedidos a sociedades no financieras en sectores de servicios distintos de los servicios inmobiliarios y contribución al crecimiento por grupos de países**

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

- Contribución de los países de «fuerte crecimiento» (escala izquierda)
- Contribución de los países de «crecimiento moderado» (escala izquierda)
- Contribución de los países de «débil crecimiento» (escala izquierda)
- Crecimiento de los préstamos a otros sectores de servicios (escala izquierda)
- ⋯ Indicador de confianza de los servicios (desplazado<sup>1</sup>, escala derecha)



Fuente: BCE.  
 Notas: Préstamos a sectores de servicios excluidos los relacionados con la actividad inmobiliaria. Los datos sectoriales están ajustados por el impacto de la transferencia de activos a la Sareb por parte de las IFM españolas en el cuarto trimestre de 2012 y en el primer trimestre de 2013. Para la clasificación de países, véanse las notas del gráfico B.  
 1) Indicador de confianza de los servicios desplazado tres trimestres hacia adelante de acuerdo con la correlación máxima.

De cara al futuro, las correlaciones simples sugieren una relación entre los indicadores de confianza y la dinámica de los préstamos (véanse gráficos B, C y D). A este respecto, los indicadores de confianza de la actividad sectorial apuntarían a una evolución diferente de los préstamos en los sectores más importantes en el futuro. Concretamente, si se mantuvieran las relaciones estadísticas observadas en los últimos años, el indicador de confianza de la construcción no señala una recuperación inminente de los préstamos relacionados con la actividad inmobiliaria, mientras que los correspondientes indicadores de confianza de las manufacturas y de otros servicios sugieren que en 2014 podría observarse un descenso del ritmo de contracción de los préstamos concedidos a estos dos sectores. Sin embargo, el período de crisis puede haber afectado a la fiabilidad de las propiedades de indicador adelantado de los indicadores de confianza con respecto a la dinámica de los préstamos, lo que conlleva una incertidumbre significativa acerca de las perspectivas del crédito.

**Gráfico D Préstamos concedidos a sociedades no financieras en el sector manufacturero y contribución al crecimiento por grupos de países**

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Notas: Para la clasificación de países, véanse las notas del gráfico B.  
1) Indicador de confianza industrial desplazado dos trimestres hacia adelante de acuerdo con la correlación máxima.

Adoptando una perspectiva más general, la debilidad del crédito bancario sigue reflejando factores de oferta y de demanda, aunque su impacto varía considerablemente de unos países a otros. Además, la fragmentación de los mercados financieros y los elevados costes de financiación de los sectores no financieros de algunos países continuaron afectando negativamente al gasto y a los gastos de capital. El excesivo endeudamiento del sector privado también puede estar frenando la demanda de crédito bancario en determinados países. Asimismo, las empresas han sustituido cada vez más el crédito bancario por fuentes de financiación alternativas, como los recursos generados internamente y, en el caso de empresas no financieras más grandes, el acceso directo a los mercados de capitales (véase sección 2.6). Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014 confirmaron la estabilización de las condiciones de concesión de crédito para las empresas de la zona del euro: el porcentaje neto de entidades de crédito que señaló un endurecimiento de dichas condiciones se mantuvo prácticamente sin variación, en el 1 %, mientras que las entidades anticipaban una relajación neta de los criterios de aprobación en el segundo trimestre de 2014. Por el lado de la demanda, el porcentaje neto de bancos que indicó un aumento de la demanda de préstamos fue positivo para todos los sectores por primera vez desde mediados de 2011. Las entidades de crédito también esperaban un incremento de la demanda de todas las categorías de préstamo en el segundo trimestre de 2014.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas pasó a ser negativa y se situó en el -0,2 % en el primer trimestre de 2014, frente al 0,1 % del cuarto trimestre de 2013. Esta tasa continuó siendo negativa en abril, situándose en el -0,9 %.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se mantuvo estable, en general, y se situó en el -3,5 % en abril, frente al -3,4 % registrado en el primer trimestre y al -3,6 % del cuarto trimestre (véase gráfico 9). La contracción observada en los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM sigue

**Gráfico 9 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM**

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

- M3
- ..... Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)

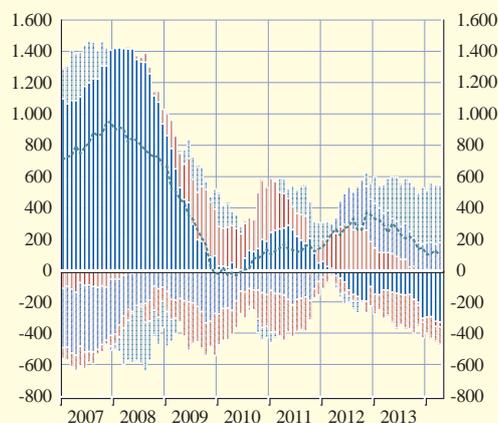


Fuente: BCE.

**Gráfico 10 Contrapartidas de M3**

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

- Crédito al sector privado (1)
- ..... Crédito a las AAPP (2)
- Activos exteriores netos (3)
- ..... Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) (4)
- ..... Otras contrapartidas (incluidos capital y reservas) (5)
- ..... M3



Fuente: BCE.

Notas: M3 figura solo como referencia ( $M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$ ). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido, porque son pasivos del sector IFM.

reflejando las menores necesidades de financiación de este sector, en un contexto de desapalancamiento continuado y de cambio hacia la financiación mediante depósitos, que incentiva la regulación vigente.

Los activos exteriores netos de las IFM aumentaron en 4 mm de euros en abril, un volumen mucho menor que en meses anteriores. En el primer trimestre se observaron entradas intertrimestrales por valor de 81 mm de euros, frente a las entradas de 155 mm de euros registradas en el cuarto trimestre de 2013 (véase gráfico 10). La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro recoge los flujos de capital del sector tenedor de dinero cuando los fondos se canalizan a través de las IFM, así como las transferencias de activos emitidos por el sector tenedor de dinero (véase recuadro 2).

**Recuadro 2**

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO**

En este recuadro se analiza la evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro hasta el primer trimestre de 2014. Las salidas netas registradas en el saldo agregado de la cuenta financiera de la zona del euro aumentaron en los doce meses transcurridos hasta marzo de 2014 en comparación con el período de doce meses anterior, como consecuencia del fuerte incremento de las salidas netas generadas por otras inversiones, que se compensó, en parte, con un aumento de las entradas netas en el saldo total de inversiones directas y de cartera (véase cuadro).

**Principales partidas de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro**

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	Cifras acumuladas de tres meses						Cifras acumuladas de doce meses					
	2013			2014			2013			2014		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>			-95,6			-41,5			-202,7			-265,2
Total de inversiones directas y de cartera												
Inversiones directas	-202,2	247,7	45,5	-24,3	62,2	37,9	-542,9	628,7	85,8	-440,1	581,7	141,6
Inversiones de cartera	-151,9	142,8	-9,1	21,6	-22,0	-0,4	-363,2	286,4	-76,8	-250,3	250,2	-0,1
Acciones y participaciones	-50,4	104,9	54,6	-45,9	84,2	38,3	-179,7	342,3	162,6	-189,8	331,5	141,7
Valores representativos de deuda	-39,4	58,4	19,0	-8,8	54,8	46,0	-102,7	183,6	80,9	-108,3	224,3	116,0
Bonos y obligaciones	-11,0	46,5	35,6	-37,1	29,3	-7,8	-76,9	158,7	81,7	-81,5	107,2	25,7
Instrumentos del mercado monetario	-12,6	90,4	77,7	-26,2	30,4	4,2	-112,5	128,4	15,9	-70,2	110,4	40,2
Otras inversiones	1,7	-43,8	-42,2	-10,9	-1,0	-11,9	35,5	30,3	65,9	-11,3	-3,2	-14,5
Otras inversiones	20,6	-165,7	-145,1	-146,2	67,5	-78,7	72,6	-369,0	-296,4	-41,6	-370,1	-411,8
<i>De las cuales: IFM</i>												
Inversiones directas	-4,5	2,7	-1,8	-4,3	-1,4	-5,7	2,2	9,8	12,0	-12,1	4,0	-8,0
Inversiones de cartera	-1,0	-8,2	-9,2	16,4	8,4	24,8	75,5	-57,0	18,5	12,1	-26,8	-14,7
Acciones y participaciones	-5,7	-7,0	-12,7	17,0	14,4	31,4	-14,5	-34,8	-49,3	-9,0	1,7	-7,3
Valores representativos de deuda	4,7	-1,2	3,5	-0,7	-5,9	-6,6	90,0	-22,2	67,8	21,1	-28,5	-7,5
Otras inversiones	21,1	-144,2	-123,0	-137,7	47,5	-90,1	144,2	-363,8	-219,6	-57,1	-323,1	-380,3

Fuente: BCE.

Nota: Las sumas pueden no coincidir, debido al redondeo.

1) Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida).

Las entradas netas registradas en el agregado de inversiones directas y de cartera aumentaron de 86 mm de euros a 142 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta marzo de 2014. Este aumento tuvo su origen en un cambio de signo de las inversiones directas que, tras registrar salidas netas, se situaron en una posición de equilibrio como consecuencia de un descenso de las inversiones directas en el exterior realizadas por residentes de la zona del euro. En consonancia con la mejora en curso de las percepciones de los mercados financieros respecto a la zona del euro, las entradas netas de inversiones de cartera siguieron siendo considerables (142 mm de euros), aunque experimentaron una ligera disminución en comparación con el período de doce meses anterior, en la medida en que los inversores extranjeros continuaron incrementando su exposición a los valores de renta variable y de renta fija de la zona del euro. La composición de las entradas de inversiones de cartera varió ligeramente al aumentar los inversores extranjeros sus compras netas de instrumentos de renta variable, al tiempo que se redujeron las entradas de valores de renta fija. De hecho, los inversores extranjeros se convirtieron en vendedores netos de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro en el período de doce meses transcurrido hasta marzo de 2014, mientras que las compras netas de bonos y obligaciones siguieron siendo considerables. Los inversores de la zona del euro incrementaron ligeramente sus adquisiciones netas de valores extranjeros, tanto de renta variable como de renta fija. La composición de las adquisiciones netas de valores distintos de acciones se modificó en la medida en que los inversores de la zona del euro pasaron de ser vendedores netos a compradores netos de instrumentos del mercado monetario, mientras que las compras netas de bonos y obligaciones experimentaron una reducción.

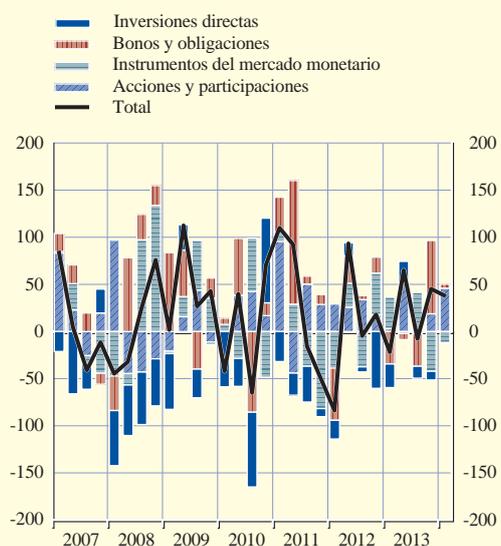
Las salidas netas de la partida de otras inversiones aumentaron de 296 mm de euros a 412 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta marzo de 2014, como consecuencia de un cambio en la actividad del sector de las IFM de la zona del euro que, tras reducir el saldo de sus activos exteriores por este concepto, lo incrementaron. Los no residentes continuaron retirando depósitos y préstamos de las IFM de la zona del euro, aunque a un ritmo más lento que en los doce meses anteriores. Se produjo un cambio sustancial en la estructura de vencimientos de los activos de otras inversiones de las IFM de la zona del euro en el exterior en la medida en que las tenencias de activos a largo plazo siguieron reduciéndose, mientras que el sector incrementó sus adquisiciones netas de activos a corto plazo. En los doce meses transcurridos hasta marzo de 2014, el incremento de la posición acreedora neta de las IFM de la zona del euro frente al exterior tuvo un impacto positivo sobre la liquidez de la zona y se reflejó, en parte, en la evolución del agregado monetario amplio M3. Como puede observarse en la presentación monetaria de la balanza de pagos, el aumento de la posición acreedora neta de las IFM frente al exterior durante este período tuvo su origen, principalmente, en las transacciones del sector de instituciones distintas de IFM relacionadas con el superávit por cuenta corriente de la zona del euro, así como en las entradas netas de fondos en forma de inversiones de cartera.

El agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 38 mm de euros en el primer trimestre de 2014, en comparación con las entradas netas de 46 mm de euros contabilizadas en el cuarto trimestre de 2013 (véase gráfico). El descenso se debió a una reducción de las entradas netas de inversiones de cartera, que solo se compensó en parte con una disminución de las salidas netas de inversiones directas. Al analizar las inversiones de cartera, se observa que los inversores extranjeros compraron menos valores de renta variable y de renta fija de la zona del euro que en el trimestre anterior, mientras que los residentes en la zona redujeron sus compras netas de acciones y participaciones extranjeras, pero incrementaron las de valores distintos de acciones extranjeras. Al mismo tiempo, se produjo una notable caída de las salidas netas de otras inversiones, que puede atribuirse, en parte, a efectos estacionales.

En el primer trimestre de 2014, los no residentes en la zona del euro se convirtieron en compradores netos de acciones y participaciones emitidas por IFM de la zona del euro y, al mismo tiempo, continuaron reduciendo sus tenencias de valores representativos de deuda emitidos por este sector. Por otra parte, las IFM de la zona del euro pasaron de registrar compras netas de valores de renta variable extranjeros a contabilizar ventas netas de este tipo de valores, al tiempo que comenzaron a incrementar sus tenencias de valores de renta fija extranjeros. Los activos exteriores netos de las IFM de la zona del euro siguieron aumentando en el primer trimestre de 2014, como consecuencia de las entradas netas de inversiones de cartera en el sector de instituciones distintas de IFM de la zona del euro y de las transacciones del sector tenedor de dinero asociadas al superávit por cuenta corriente de la zona.

#### Total de inversiones directas y de cartera

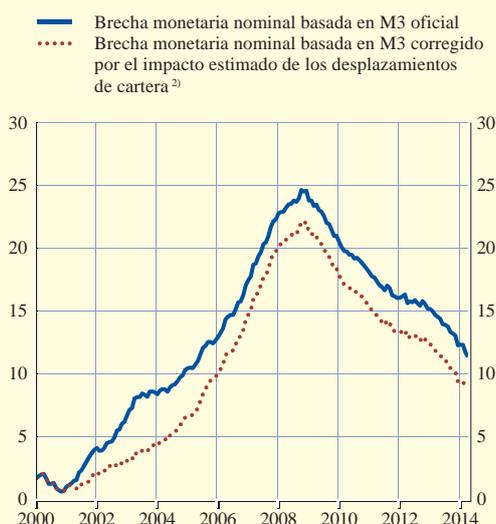
(mm de euros; flujos netos trimestrales)



Fuente: BCE.

**Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal<sup>1)</sup>**

(en porcentaje del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



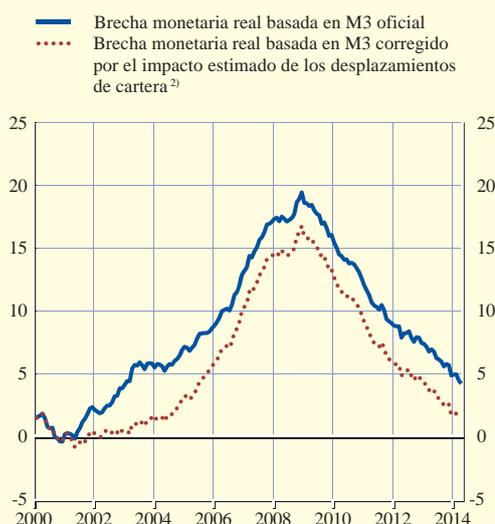
Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5 %), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque general que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004.

**Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria real<sup>1)</sup>**

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5 %), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque general que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004.

## VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA

La evolución reciente de M3 se ha traducido en nuevas disminuciones de la liquidez monetaria acumulada en la zona del euro con anterioridad a la crisis financiera (véanse gráficos 11 y 12). Algunos indicadores de la liquidez monetaria que son objeto de seguimiento por parte del BCE sugieren que se ha reducido significativamente el exceso de liquidez que se acumuló antes de la crisis. Parece que la situación de liquidez en la zona del euro está ahora más equilibrada que en el pasado. Estos indicadores deben interpretarse con cautela, ya que la evaluación de los saldos monetarios de equilibrio conlleva una incertidumbre considerable.

En conjunto, el crecimiento monetario y crediticio subyacente siguió siendo tenue en el primer trimestre y en abril de 2014. El crecimiento de M3 registró una nueva moderación debido al escaso dinamismo del crédito en la zona del euro y a la menor preferencia por la liquidez monetaria. El frágil crecimiento del crédito al sector privado continuó reflejando factores de demanda de carácter cíclico y estructural, y condiciones de oferta más restrictivas en algunos países, en un contexto de desapalancamiento continuado.

## 2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los sectores no financieros disminuyó ligeramente en el cuarto trimestre de 2013, manteniendo la tendencia a la baja observada desde principios

de 2011, como consecuencia de la frágil situación económica y de la débil evolución de la renta disponible. El aumento que registró la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones en el mismo trimestre estuvo impulsado, fundamentalmente, por la inversión en valores distintos de acciones y en participaciones en fondos de inversión.

## SECTORES NO FINANCIEROS

En el cuarto trimestre de 2013 (el más reciente para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas integradas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó ligeramente hasta el 1,6%, frente al 1,7% del tercer trimestre (véase cuadro 5). Con esta evolución se mantuvo la tendencia a la baja observada desde principios de 2011, como consecuencia de la frágil situación económica y de la débil evolución de la renta disponible. El detalle por instrumento financiero muestra que las tasas de crecimiento del efectivo y depósitos, de las acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) y de las participaciones en fondos de inversión se redujeron en el cuarto trimestre de 2013, reducción que solo se vio compensada parcialmente por una tasa de crecimiento interanual menos negativa de la inversión en valores distintos de acciones (-7,3%, frente al -7,8% del trimestre anterior) y por un avance marginal de la tasa de crecimiento interanual de inversión en reservas técnicas de seguro.

El detalle por sectores (véase gráfico 13) pone de manifiesto que la tasa de crecimiento interanual de la inversión de los hogares en activos financieros permaneció sin variación en el cuarto trimestre de 2013. El principal cambio observado en este sector fue un descenso de las tasas de crecimiento de la inversión en acciones y otras participaciones (excluidos los fondos de inversión) y en fondos de inversión. Esta contracción de las tasas de crecimiento interanual de los activos de más riesgo se vio compensada por una tasa de crecimiento interanual menos negativa de la inversión en valores distintos de acciones (que indica que el ritmo al que los hogares vendieron estos valores disminuyó en el cuarto trimestre de 2013)

**Cuadro 5 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro**

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual											
		2011	2011	2011	2012	2012	2012	2012	2013	2013	2013	2013	
		II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
<b>Inversión financiera</b>	<b>100</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	
Efectivo y depósitos	23	3,9	3,3	3,1	4,1	3,5	3,6	3,5	2,7	3,0	2,9	2,5	
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	5	7,1	8,5	2,1	1,5	1,1	-0,4	-4,5	-6,4	-7,5	-7,8	-7,3	
De los cuales: A corto plazo	0	5,8	1,7	19,6	18,3	21,5	20,5	-3,6	-18,4	-26,4	-31,4	-26,0	
De los cuales: A largo plazo	5	7,2	9,0	0,7	0,2	-0,5	-1,9	-4,6	-5,3	-5,8	-5,7	-5,7	
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	30	3,0	2,6	2,8	3,0	2,6	2,4	2,1	2,5	1,8	1,9	1,6	
De las cuales: Acciones cotizadas	5	0,4	2,4	2,0	2,6	3,1	0,8	0,9	0,9	1,9	1,7	0,7	
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	25	3,5	2,7	2,9	3,1	2,5	2,8	2,4	2,8	1,8	2,0	1,7	
Participaciones en fondos de inversión	5	-2,9	-4,9	-5,1	-3,9	-3,4	-1,5	0,7	3,2	2,9	2,4	2,0	
Reservas técnicas de seguro	15	3,1	2,6	2,0	1,8	1,9	2,0	2,3	2,6	2,7	2,8	2,9	
Otros <sup>2)</sup>	21	4,0	3,8	2,5	1,5	2,5	2,9	4,0	4,0	2,6	1,7	1,7	
M3 <sup>3)</sup>		1,3	1,7	1,6	2,8	3,0	2,8	3,5	2,5	2,4	2,0	1,0	

Fuente: BCE.

1) A fin del último trimestre disponible. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

2) Otros activos financieros comprende préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluyen el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y los intermediarios financieros no monetarios) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

y por un ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de las reservas técnicas de seguro. La caída de la tasa de crecimiento interanual de la inversión de los hogares en acciones y en fondos de inversión, analizada conjuntamente con el leve incremento de la adquisición de reservas técnicas de seguro (que corresponde a inversión en productos de seguros de vida y de pensiones), sugiere que el apetito por el riesgo de los hogares se moderó en el cuarto trimestre.

En cuanto a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras se incrementó ligeramente en el cuarto trimestre de 2013, hasta el 1,4% (frente al 1,3% del trimestre anterior), impulsada, principalmente, por el avance de las tasas de crecimiento interanual de la inversión en efectivo y depósitos, y en acciones y otras participaciones, que fue contrarrestado solo parcialmente por un descenso de la tasa de crecimiento interanual de la inversión en otros activos financieros. Para obtener información más detallada sobre la evolución de los flujos de financiación y de los balances del sector privado no financiero, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector de Administraciones Públicas retrocedió nuevamente en el cuarto trimestre de 2013. Esta reducción del ritmo de acumulación de activos refleja un descenso adicional de las tasas de crecimiento interanual del efectivo y depósitos, y de las acciones y otras participaciones (excluidos los fondos de inversión). La tasa de crecimiento interanual de la inversión en otros activos financieros, que incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, también cayó en el cuarto trimestre.

### INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones aumentó hasta el 3,4% en el cuarto trimestre de 2013, desde el 3% del trimestre anterior (véase gráfico 14). El detalle por instrumento financiero muestra que este incremento de la tasa de crecimiento interanual de los activos financieros totales estuvo impulsado, principalmente, por la inversión en valores distintos de acciones y en participaciones en fondos de inversión.

Los datos sobre fondos de inversión, que ya están disponibles para el primer trimestre de 2014, revelan que los fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario registraron una entrada por valor de 170 mm de euros, que fue 59 mm de euros más elevada que la del trimestre anterior. En términos anualizados, la entrada neta en fondos de inversión ascendió a un total de 478 mm de euros. El detalle de las operaciones por tipo de inversión muestra que las entradas en los fondos de renta fija, que fueron casi 50 mm de euros más elevadas que en el trimestre anterior, representaron el grueso de la entrada total en fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario. La inversión en fondos mixtos se situó en 60 mm de euros, un aumento con respecto a los 31 mm de euros del cuarto trimestre de 2013, mientras que las entradas en fondos de renta variable disminuyeron 12,5 mm de

**Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros**

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

**Gráfico 14 Inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones**

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

- Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros
- Acciones cotizadas
- Acciones no cotizadas y otras participaciones
- Participaciones en fondos de inversión
- Otros<sup>1)</sup>
- Activos financieros totales



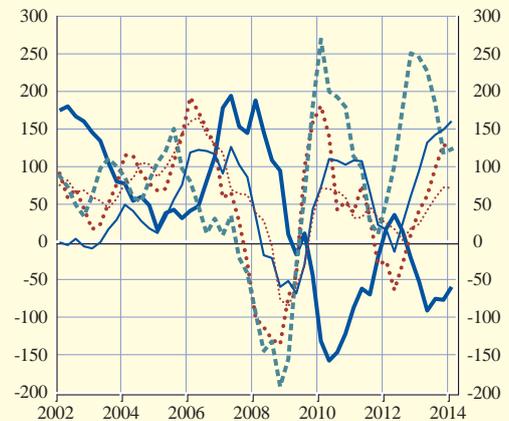
Fuente: BCE.

1) Incluye préstamos, depósitos, reservas técnicas de seguro y otras cuentas pendientes de cobro.

**Gráfico 15 Flujos de entrada netos anuales en fondos del mercado monetario y en fondos de inversión**

(mm de euros)

- Fondos del mercado monetario
- ... Fondos de renta variable<sup>1)</sup>
- - - Fondos de renta fija<sup>1)</sup>
- Fondos mixtos<sup>1)</sup>
- ... Otros fondos<sup>1), 2)</sup>



Fuentes: BCE y EFAMA.

1) Con anterioridad al primer trimestre de 2009, las estimaciones de flujos trimestrales se obtenían de las estadísticas de fondos de inversión no armonizadas del BCE, de cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA y de estimaciones del BCE.

2) Incluye los fondos inmobiliarios, los fondos de inversión libre y los fondos no clasificados en otros fondos.

euros con respecto al cuarto trimestre. Por tanto, las entradas interanuales en fondos de renta variable cayeron por primera vez desde mediados de 2012, situándose en 123 mm de euros en el primer trimestre de 2014, frente a la cifra de 129 mm de euros del cuarto trimestre de 2013. Debido al gran aumento observado en el primer trimestre de 2014, las entradas interanuales en fondos de renta fija se incrementaron ligeramente (véase gráfico 15). En cuanto a los fondos del mercado monetario, la evolución más reciente indica que la reducción de las ventas netas que se inició en el segundo trimestre de 2012 continuó en el primer trimestre de 2014. En términos interanuales, las ventas netas de participaciones en fondos del mercado monetario por parte de inversores institucionales se situaron en 60 mm de euros, lo que representa un descenso con respecto a la cifra de 77 mm de euros del trimestre anterior.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

*Entre finales de febrero y principios de junio de 2014, los tipos de interés del mercado monetario se incrementaron muy ligeramente y mostraron cierta volatilidad, debido principalmente a las fluctuaciones observadas en el exceso de liquidez y a los efectos de fin de mes. Como consecuencia de los reembolsos anticipados, las entidades de contrapartida han devuelto ya 557 mm de euros de la liquidez inyectada originalmente en diciembre de 2011 y febrero de 2012 mediante las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres meses.*

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron muy ligeramente entre finales de febrero y principios de junio de 2014, y el 4 de junio los tipos euríbor a un mes, tres meses, seis meses y doce meses se situaron en el 0,24%, el 0,30%, el 0,39% y el 0,56%, respectivamente, lo que supone, en promedio, incrementos próximos a 1 punto básico. Como consecuencia, el diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes, —un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario—, permaneció básicamente estable y el 4 de junio se situó en 32 puntos básicos. Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías mostraron una volatilidad escasa durante el período analizado, y nunca superaron los 2 puntos básicos diarios en ninguno de los cuatro vencimientos (véase gráfico 16).

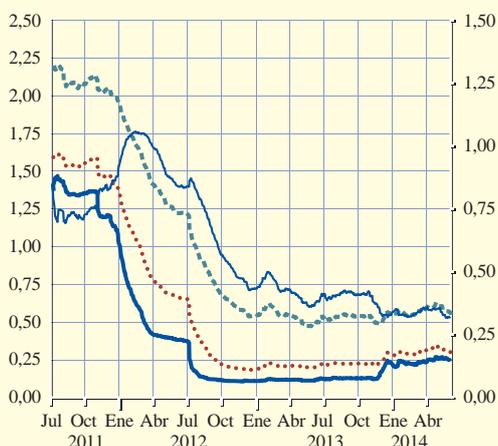
Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre de 2014 y marzo de 2015 registraron un descenso con respecto a los niveles observados a finales de febrero, y disminuyeron entre 2 y 15 puntos básicos, hasta situarse en el 0,24%, el 0,19%, el 0,17% y el 0,17%, respectivamente, el 4 de junio (véase gráfico 18). La incertidumbre del mercado, medida por la volatilidad implícita que se obtiene de las opciones a corto plazo sobre los futuros del euríbor a tres meses, aumentó marginalmente en los dos meses transcurridos hasta finales de abril, antes de volver a reducirse gradualmente, concluyendo el período analizado en torno a los niveles observados a finales de febrero (véase gráfico 19). El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó levemente por debajo del 0,1% el 4 de junio, unos 4 puntos básicos menos que el tipo registrado el 28 de febrero. Así pues, el diferencial entre el euríbor a tres meses y el *swap* del eonia al mismo plazo se amplió 5 puntos básicos, hasta situarse en 20 puntos básicos el 4 de junio (véase gráfico 17).

Entre finales de febrero y principios de junio, el eonia se redujo alrededor de 11 puntos básicos, en un contexto de cierta volatilidad. Dicha volatilidad reflejó, principalmente, unos niveles de exceso de liquidez más bajos y aumentos a fin de mes, que se debieron probablemente a la demanda de liquidez derivada del

**Gráfico 16** Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)

- Euríbor a un mes (escala izquierda)
- Euríbor a tres meses (escala izquierda)
- - - Euríbor a doce meses (escala izquierda)
- Diferencial entre los tipos euríbor a doce meses y a un mes (escala derecha)

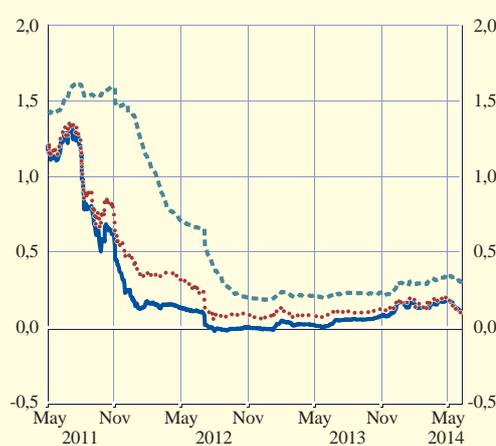


Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

**Gráfico 17** Eurepo, euríbor y *swap* del eonia a tres meses

(porcentajes; datos diarios)

- Eurepo a tres meses
- *Swap* del eonia a tres meses
- - - Euríbor a tres meses



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

denominado «efecto escaparate» (véase gráfico 20). En particular, a lo largo de marzo, el eonia fluctuó dentro de una banda estrecha en torno a un nivel del 0,17 %, antes de repuntar y situarse justo por debajo del 0,7 % el último día de marzo. A principios de abril, el eonia volvió a fluctuar dentro de una banda estrecha, oscilando entre el 0,20 % y el 0,22 %. No obstante, en la última semana de abril comenzó a aumentar de nuevo, y terminó el mes en el 0,45 %, aproximadamente, antes de retroceder una vez más durante la primera semana de mayo. En torno al 20 de mayo, el eonia inició una nueva subida, y el 27 de mayo alcanzó un máximo del 0,47 %, debido a las expectativas del mercado de un endurecimiento de la liquidez hacia finales de mes. El 29 de mayo, tras la liquidación de las operaciones de liquidez semanales, y como consecuencia de la liquidez adjudicada mediante las OFPML a tres meses, el eonia se redujo hasta situarse en 24 puntos básicos. El tipo se movió adicionalmente a la baja en lo que restaba del período analizado, como reflejo, principalmente, de un aumento de la liquidez derivado del efecto de fin de mes. El 4 de junio, el eonia se situó en 14 puntos básicos.

El BCE siguió proporcionando liquidez mediante operaciones de financiación con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento y tres meses. Todas estas operaciones se llevaron a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena (véase también el recuadro 3).

El BCE ejecutó asimismo operaciones semanales de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 0,25 % en el tercer,

**Gráfico 18 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro**

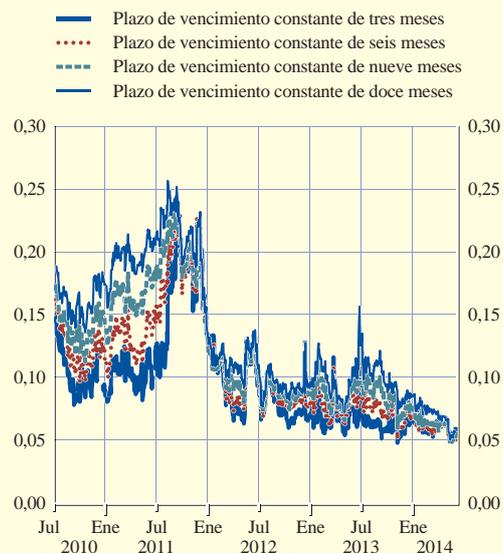
(porcentajes; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.  
Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffe.

**Gráfico 19 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante**

(porcentajes; datos diarios)



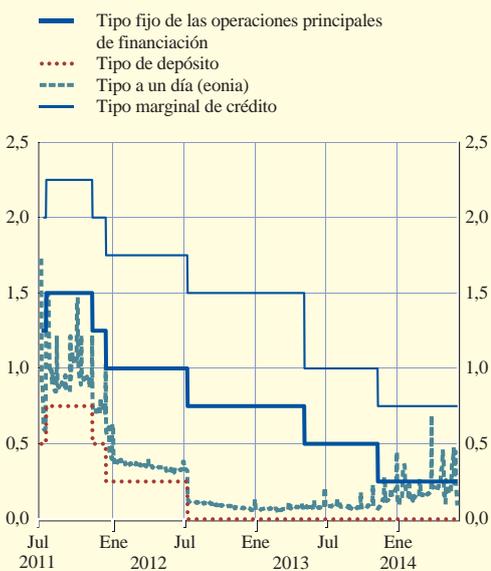
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Notas: La medida se obtiene en dos etapas. En primer lugar, las volatilidades implícitas de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses se transforman expresándolas en términos de precios logarítmicos, en lugar de rentabilidades logarítmicas. En segundo lugar, las volatilidades implícitas resultantes, que tienen una fecha de vencimiento constante, se transforman expresándolas en términos de plazos de vencimiento constantes.

cuarto y quinto período de mantenimiento de 2014. En cinco de estas operaciones, el BCE absorbió un importe equivalente al saldo pendiente de las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores. Sin embargo, a partir de la segunda semana del cuarto período de mantenimiento, el BCE absorbió un importe inferior a dicho saldo, en un contexto de disminución de los niveles medios de exceso de liquidez.

El período analizado se caracterizó por la continuación de la tendencia a la baja en el nivel de exceso de liquidez, aunque con fluctuaciones considerables en torno a fin de mes. La mayor parte de la volatilidad observada en la liquidez se debió a que las entidades de contrapartida modificaron su recurso a las operaciones del Eurosistema en un entorno de un acusado y, en gran parte, estable flujo de reembolsos de la liquidez obtenida en las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años y de pronunciadas fluctuaciones de los factores autónomos. Como consecuencia, el exceso de liquidez osciló marcadamente, y se situó en un mínimo de 70 mm de euros y en un máximo de 179,5 mm de euros durante el período mencionado, lo que, en promedio, supone que el exceso de liquidez fue de 115,8 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento en cuestión, frente a los 165,4 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El 4 de junio, el exceso de liquidez se situó en 125 mm de euros. El recurso medio diario a la facilidad de depósito se cifró en 28 mm de euros, mientras que los saldos en cuenta corriente por encima de las reservas obligatorias se situaron en 88 mm de euros, en promedio, y el recurso medio a la facilidad marginal de crédito, en 0,34 mm de euros. Las entidades de contrapartida han reembolsado voluntariamente hasta ahora 557 mm de euros de los 1.018,7 mm de euros obtenidos en las dos OFPML a tres años.

**Gráfico 20 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día**

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

**Recuadro 3**

**SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 12 DE FEBRERO Y EL 13 DE MAYO DE 2014**

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 11 de marzo, el 8 de abril y el 13 de mayo de 2014, es decir, el segundo, tercero y cuarto períodos de mantenimiento del año.

Durante el período analizado, las operaciones principales de financiación (OPF) siguieron ejecutándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El mismo procedimiento continuó utilizándose en las operaciones de financiación con plazo especial de un período de mantenimiento. El tipo fijo de estas operaciones fue el mismo que para las OPF vigentes en ese momento.

Además, las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres meses adjudicadas en el período analizado también se llevaron a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El tipo de interés de cada una de estas operaciones se fijó en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML. Por último, el Consejo de Gobierno decidió mantener los tipos de interés oficiales del BCE sin variación durante el período de referencia.

### Necesidades de liquidez

Durante el período considerado, las necesidades diarias de liquidez agregadas del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, ascendieron en promedio a 588,1 mm de euros, lo que representa un descenso de 17 mm de euros con respecto a la media diaria del período de referencia anterior (del 13 de noviembre de 2013 al 11 de febrero de 2014). Los factores autónomos disminuyeron significativamente, desde una media de 501,8 mm de euros hasta una media de 484,8 mm de euros en el período de referencia. Las exigencias de reservas se mantuvieron básicamente sin variación, en una media de 103,3 mm de euros en el período analizado (véase gráfico A).

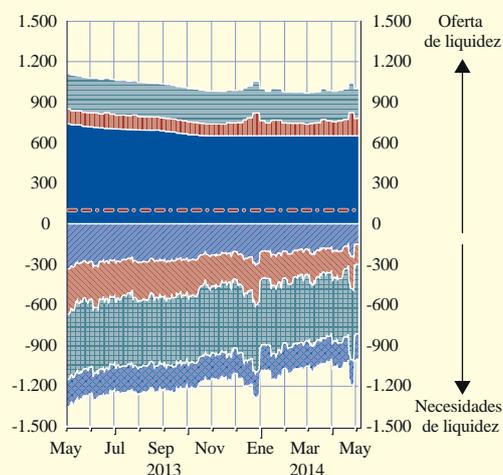
Examinando las contribuciones individuales a la variación registrada en la media de los factores autónomos se observa que los activos netos denominados en euros son los que tuvieron el mayor efecto en la liquidez, con un aumento medio de 31 mm de euros, pasando de una media de 447 mm de euros en el período de referencia anterior a una media de 478 mm de euros en el período de referencia actual. El incremento de estos activos netos refleja, entre otros aspectos, una reducción de los depósitos denominados en euros mantenidos en el Euro-sistema por bancos centrales extranjeros.

La provisión de liquidez resultante de este factor fue compensada parcialmente por el aumento de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los billetes en circulación. Los depósitos de las Administraciones Públicas se incrementaron en 7,7 mm de euros durante el período analizado, pasando de una media de 73,9 mm de euros a una media de 81,6 mm de euros. Este componente continuó mostrando también una fuerte volatilidad, llegando a fluctuar hasta 59,4 mm de euros durante el período de referencia. Estas fluctuaciones tienen un impacto sustancial en la volatilidad de los factores autónomos; en particular, se observan aumentos significativos de los depósitos de las Administraciones Públicas entre los días 19 y 23 de cada mes durante el ciclo de recaudación de impuestos, y descensos a principios de cada mes coincidiendo con el pago de salarios, pensiones y prestaciones sociales. Sin

**Gráfico A Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez**

(mm de euros; las medias diarias del período de referencia se muestran junto a cada rúbrica)

- Operaciones de financiación a plazo más largo: 540 mm de euros
- Operaciones principales de financiación: 110 mm de euros
- Cartera de CBPP, CBPP2 y programa para los mercados de valores: 226 mm de euros
- Recurso neto a la facilidad de depósito: 30 mm de euros
- Saldos en cuenta corriente: 195 mm de euros
- Factores autónomos: 485 mm de euros
- Operaciones de ajuste netas: 167 mm de euros
- Exigencias de reservas: 103 mm de euros



Fuente: BCE.

embargo, el impacto en el nivel medio de los factores autónomos suele ser menos significativo. Los billetes en circulación se incrementaron en 4 mm de euros, en promedio, pasando de una media de 936,1 mm de euros en el período de referencia anterior a una media de 940,1 mm de euros en el período de referencia actual. Más concretamente, este componente aumentó en 6,3 mm de euros en el tercer período de mantenimiento, hasta situarse en un nivel medio de 938,4 mm de euros, y registró su máximo en el cuarto período de mantenimiento, con una media de 947,9 mm de euros, lo que refleja, en gran medida, un patrón de demanda estacional durante el período de Semana Santa.

Por último, los activos exteriores netos y otros factores autónomos prácticamente se compensaron entre sí desde el punto de vista de la liquidez, dado que las principales variaciones de estos componentes se derivaron de las amortizaciones trimestrales que afectan a cada partida de forma contraria. Los activos exteriores netos absorbieron liquidez por importe de 8,4 mm de euros durante el período analizado, habiendo descendido su promedio de 531,4 mm de euros a 523 mm de euros, mientras que otros factores autónomos proporcionaron liquidez adicional como consecuencia de su disminución de 6,1 mm de euros, hasta alcanzar una media de 463,7 mm de euros.

Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas alcanzaron un promedio de 92,2 mm de euros durante el período considerado, lo que representa un descenso de 34,1 mm de euros en comparación con el período anterior. Este descenso es coherente con la tendencia a la baja observada en el exceso de reservas desde comienzos de 2013. Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas continuaron reduciéndose en términos intermensuales, pasando de un máximo de 98,3 mm de euros en el segundo período de mantenimiento de 2014 a 87,7 mm de euros en el cuarto período de mantenimiento del año.

La disminución de los saldos en cuenta corriente fue gradual durante el segundo y tercer período de mantenimiento. Sin embargo, se observó una mayor volatilidad en el cuarto período de mantenimiento, en el que los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas fluctuaron entre un máximo de 145,4 mm de euros y un mínimo de 46,5 mm de euros, dado que las entidades de crédito aumentaron su recurso a las operaciones de financiación en un entorno de intensificación de las tensiones en los mercados monetarios a un día, mientras que el exceso de liquidez alcanzó niveles situados por debajo de los 100 mm de euros.

### Oferta de liquidez

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto siguió reduciéndose, pasando de 782,1 mm de euros durante el período de referencia anterior a 709,4 mm de euros. Esta reducción se explica principalmente por los reembolsos de las OFPML a tres años, mientras que la liquidez inyectada en las otras operaciones de financiación se incrementó, en promedio, compensando ligeramente la disminución del exceso de liquidez. Las operaciones de subasta<sup>1</sup> proporcionaron una media de 483,2 mm en forma de liquidez, lo que supone una disminución de 62 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior. La liquidez inyectada a través de las OPF semanales se situó, en promedio, en 109,9 mm de euros, solo 0,4 mm de euros por debajo de la cifra del período de referencia previo. No obstante, los importes adjudicados semanalmente fueron más volátiles que en períodos precedentes y fluctuaron en un rango de entre un mínimo de 87 mm de euros el 5 de marzo de 2014 y un máximo de 172,6 mm de euros el 30 de abril de 2014, ya que las

<sup>1</sup> Las operaciones de subasta incluyen las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo más largo y las operaciones de ajuste (que pueden ser tanto de inyección como de absorción de liquidez).

entidades de crédito ajustaron su demanda en consonancia con la evolución de las condiciones de liquidez y con la situación del mercado monetario.

Durante el período analizado, las OFPML con vencimiento a tres meses o con plazo de un período de mantenimiento contribuyeron, en promedio, 43,4 mm de euros a la oferta de liquidez, es decir, 11,8 mm de euros más que en el período anterior. Este elevado recurso medio a estas operaciones no se observaba desde comienzos de 2013. Las OFPML a tres años proporcionaron una media de 496,5 mm de euros, ya que las entidades de contrapartida reembolsaron 82,6 mm de euros durante el período considerado, importe similar al reembolsado en el período previo. El volumen de los reembolsos semanales ascendió a 8,7 mm de euros durante el segundo período de mantenimiento, un importe significativamente menor que el de los reembolsos de los meses anteriores. Sin embargo, los reembolsos semanales se aceleraron en el tercer y cuarto período de mantenimiento, hasta alcanzar un total de 41,9 mm de euros y 32 mm de euros, respectivamente, después de que el vencimiento residual de las dos OFPML a tres años pasara a ser inferior a un año. A finales de marzo, los reembolsos crecieron considerablemente ante la presentación de los estados financieros trimestrales.

El saldo vivo agregado de los valores mantenidos con fines de política monetaria, es decir, los adquiridos en el marco del primer y segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP y CBPP2) y del programa para los mercados de valores (SMP), se situó, en promedio, en 226,3 mm de euros, lo que representa una reducción de 10,6 mm de euros.

El saldo vivo de los valores adquiridos en el marco del CBPP, programa que finalizó en junio de 2010, ascendía a 37,8 mm de euros al final del período considerado, es decir, 1,9 mm de euros menos que en el período de referencia anterior, como consecuencia de los vencimientos. Los saldos vivos en el marco del programa CBPP2, que finalizó el 31 de octubre de 2012, ascendían a 14,4 mm de euros al término del período analizado, es decir, 0,6 mm de euros menos que en el período de referencia anterior, también como consecuencia de los vencimientos. El saldo vivo de los activos que se adquirieron en el marco del programa para los mercados de valores se redujo en 8,3 mm de euros durante el período de referencia, debido a las amortizaciones de la cartera. El saldo vivo al final de dicho período era de 167,4 mm de euros. Las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez neutralizaron la liquidez inyectada a través del programa para los mercados de valores, aunque, en las cuatro últimas operaciones del período analizado, las pujas recibidas fueron inferiores al importe que se pretendía absorber. Estos episodios reflejaron el aumento de las tensiones en los tipos del mercado monetario como consecuencia de la reducción del exceso de liquidez, que, en ocasiones, llevó aparejados repuntes de los tipos de interés por encima de los tipos máximos de puja de estas operaciones de ajuste. En el gráfico A se resume la evolución de las necesidades de liquidez del sistema bancario y de la oferta de liquidez.

### **Exceso de liquidez**

El exceso de liquidez siguió reduciéndose y se situó, en promedio, en 121,3 mm de euros en el período considerado, frente a los 176,9 mm de euros registrados en el período de referencia anterior. Al mismo tiempo, continuó siendo volátil, sobre todo durante el último período de mantenimiento, fluctuando durante el período analizado entre 179,5 mm de euros (6 de mayo de 2014) y 74 mm de euros (7 de mayo de 2014). Como se explicaba anteriormente, los principales factores determinantes fueron el incremento y las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas, el aumento de los billetes en circulación, el significativo importe de los reembolsos efectuados durante el período considerado y la mayor volatilidad de los importes adjudicados a través de OPF. Dado que

**Gráfico B Evolución del exceso de liquidez y su distribución entre el exceso de reservas y las facilidades permanentes**

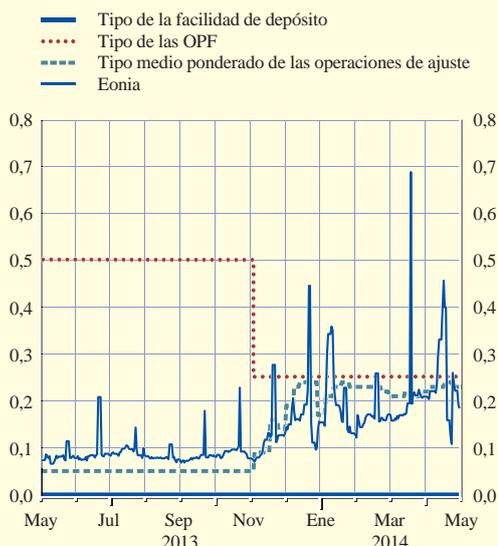
(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

**Gráfico C Algunos tipos de interés del BCE, eonia y tipo medio ponderado de las operaciones de ajuste**

(porcentajes; datos diarios)



Fuente: BCE.

el tipo de interés de la facilidad de depósito se situó en el 0% y, por consiguiente, era igual al de la remuneración del exceso de reservas, a las entidades de contrapartida les resultó, en gran medida, indiferente dónde colocar su exceso de liquidez. En los tres períodos de mantenimiento considerados, el patrón ha sido bastante estable, manteniéndose alrededor del 24% del exceso de liquidez en la facilidad de depósito y el 76% en forma de exceso de reservas. Sin embargo, puede observarse que, en la última semana de los períodos de mantenimiento, que es cuando más entidades de contrapartida han cumplido ya las exigencias de reservas, aumenta la proporción de exceso de liquidez en la facilidad de depósito. Este hecho fue especialmente notable en el cuarto período de mantenimiento de 2014, cuando en promedio, un 39% del exceso de liquidez se mantuvo en la facilidad de depósito durante la última semana (véase gráfico B).

### Evolución de los tipos de interés

Durante el período analizado, los tipos de interés del BCE correspondientes a la facilidad marginal de crédito, a las OPF y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,75%, el 0,25% y el 0%, respectivamente. En vista de la reducción del exceso de liquidez, tanto el nivel como la volatilidad del eonia aumentaron en comparación con el período de referencia anterior. El eonia se situó, en promedio, en 20,7 puntos básicos, frente a los 16,9 puntos básicos de los tres períodos de mantenimiento anteriores. Dentro del período de referencia, el eonia fluctuó entre 10,8 y 68,8 puntos básicos, situándose, en promedio, en el segundo período de mantenimiento en 17,2 puntos básicos. Luego aumentó hasta 20,1 puntos básicos en el tercer período de mantenimiento y hasta 24 puntos básicos en el cuarto período de mantenimiento. Los tipos de interés de las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez también alcanzaron niveles significativamente más elevados que en el período de referencia anterior, fluctuando el tipo medio ponderado de adjudicación entre 21 y 24 puntos básicos en el período considerado (véase gráfico C).

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de febrero y principios de junio de 2014, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro y de Estados Unidos registraron un descenso que se acentuó en la segunda mitad de mayo y fue seguido por una recuperación parcial a principios de junio. El menor rendimiento de la deuda pública fue consecuencia del impacto de la publicación de datos económicos dispares y de un aumento de las tensiones que estaban experimentando los participantes en el mercado debido a las turbulencias geopolíticas. En la primera parte del periodo analizado, los anuncios del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal sobre el programa de relajación cuantitativa de Estados Unidos también pueden haber ejercido presiones a la baja sobre los rendimientos. Los diferenciales entre el rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro y el tipo swap del eonia se estrecharon en un entorno caracterizado por la recuperación de la confianza y por unas expectativas básicamente estables acerca de la incertidumbre de los mercados de renta fija. Los indicadores financieros de las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro no experimentaron variaciones significativas y siguieron siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

En el período comprendido entre finales de febrero y el 4 de junio de 2014, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro retrocedió unos 25 puntos básicos, hasta el 1,6% (véase gráfico 21). Durante el mismo período, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos descendió 5 puntos básicos, hasta situarse en el 2,6%, mientras que en Japón permaneció básicamente estable en torno al 0,6%. En la zona del euro, la curva de tipos en su conjunto se desplazó a la baja, con los rendimientos de la deuda pública a cinco y dos años con calificación AAA disminuyendo también durante el período analizado. Para estos vencimientos los descensos fueron menos acusados que para la deuda a diez años, siendo de 20 y 10 puntos básicos, respectivamente. Como consecuencia, la pendiente de la curva, medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos a diez y dos años, se redujo en torno a 15 puntos básicos en el período considerado.

A comienzos de marzo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentó, aunque de manera menos acusada que el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo, a raíz de la publicación de datos positivos sobre el mercado de trabajo de Estados Unidos. Tras algún retroceso, los rendimientos de la zona del euro se incrementaron de nuevo debido, entre otros factores, a la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de reducir adicionalmente el ritmo de las compras de activos, así como a la publicación de los datos del índice de directores de compras tanto de Estados Unidos como de la zona del euro. No obstante, desde aproximadamente el 20 de marzo hasta mediados de abril, el

Gráfico 21 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.  
Notas: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo. El rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se basa en datos del BCE sobre deuda con calificación AAA, que actualmente incluyen bonos de Alemania, Austria, Finlandia y Países Bajos.

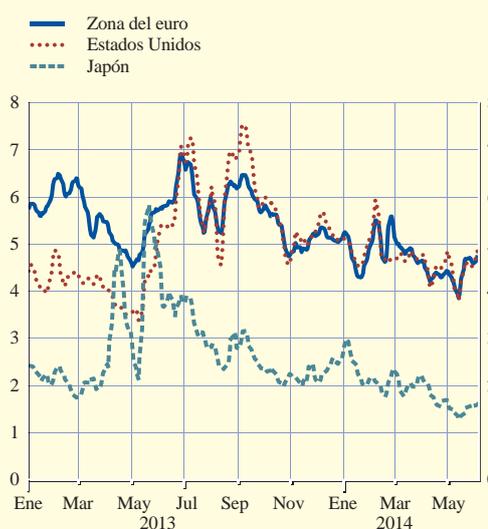
rendimiento de la deuda de la zona del euro experimentó un descenso, como consecuencia principalmente de la publicación de datos económicos dispares, en particular de datos poco favorables sobre el mercado de trabajo de Estados Unidos. Entre mediados de abril y mediados de mayo, los rendimientos de los bonos a largo plazo a ambos lados del Atlántico siguieron siendo ligeramente volátiles, sin seguir una tendencia concreta, al contraponer los mercados la publicación de datos positivos, especialmente sobre la producción industrial en ambas áreas económicas, con la creciente inquietud acerca de los riesgos geopolíticos asociados a la crisis política de Ucrania. Sin embargo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo reanudó su descenso en las dos principales áreas económicas en torno a mediados de mayo, debido fundamentalmente a la publicación de datos del PIB peores de lo esperado tanto para algunos países de la zona del euro como para la zona en su conjunto, así como a una mejora de las expectativas de los mercados sobre la adopción de medidas de política monetaria por parte del BCE. Los resultados electorales de Ucrania, que habían contribuido a relajar las tensiones geopolíticas y a restaurar la confianza, pueden haber influido en el estrechamiento de los diferenciales durante este período. En conjunto, estos factores parecen haber pesado más que los datos económicos positivos publicados durante dicho período en Estados Unidos, que, por el contrario, probablemente tuvieron un efecto favorable en los mercados de renta variable. A comienzos de junio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se incrementó un total de 10 y 15 puntos básicos en la zona del euro y en Estados Unidos, respectivamente. Este aumento se produjo principalmente como consecuencia de una mejora adicional de la situación económica de Estados Unidos, mientras que la publicación de datos peores de lo esperado relativos a la inflación y a la actividad de la industria manufacturera en la zona del euro parece haber tenido solo un efecto marginal.

La incertidumbre de los inversores sobre la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre bonos a corto plazo, permaneció básicamente estable en la zona del euro durante el período analizado, mientras que aumentó ligeramente en Estados Unidos (véase gráfico 22). En conjunto, en ambas áreas económicas, la volatilidad implícita tendió a disminuir desde comienzos de marzo y alcanzó valores relativamente bajos en torno a mediados de mayo. Durante el resto del mes, retornó a valores ligeramente inferiores a los registrados a finales de febrero, pero aumentó a un ritmo más rápido a principios de junio, también debido al incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, que se situó aproximadamente en el 4,9% en las dos áreas económicas el 4 de junio.

En consonancia con la estabilidad general de la volatilidad implícita de los bonos, las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro se mantuvieron, en general, contenidas. Algunos episodios transitorios de volatilidad fueron reflejo, principalmente, de la evolución de los factores geopolíticos durante el período analizado y,

**Gráfico 22 Volatilidad implícita de los mercados de deuda pública**

(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días)



Fuente: Bloomberg.

Notas: La volatilidad implícita de los mercados de renta fija es una medida de la incertidumbre acerca de la evolución a corto plazo (hasta tres meses) de los precios de la deuda pública a diez años de Alemania y de Estados Unidos. Se basa en los valores de mercado de los correspondientes contratos de opciones negociados. Bloomberg utiliza la volatilidad implícita de los precios de ejercicio de opciones de compra y venta «en el dinero» (o próximas a esta situación), utilizando futuros que vencen en el mes siguiente.

en torno a mediados de mayo, del impacto de la publicación de los datos del PIB anteriormente mencionados. Desde finales de mayo, a medida que los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro aumentaron, también se registraron subidas en muchos mercados de deuda soberana de la zona del euro, de entre 6 y 30 puntos básicos en conjunto. El rendimiento de los bonos a largo plazo disminuyó, en general, en la mayoría de los países de la zona del euro, entre 10 y 120 puntos básicos desde finales de febrero hasta el 4 de junio. Durante el mismo período, los diferenciales de rendimientos de la deuda a largo plazo frente al tipo *swap* del eonia también se redujeron entre 15 y 100 puntos básicos en la mayoría de los países. El estrechamiento de los diferenciales es acorde con el restablecimiento de la confianza de los inversores, sustentada en el éxito de la emisión de deuda pública en una serie de países que, anteriormente, se habían visto notablemente afectados por la crisis, así como en las noticias positivas sobre su calificación crediticia.

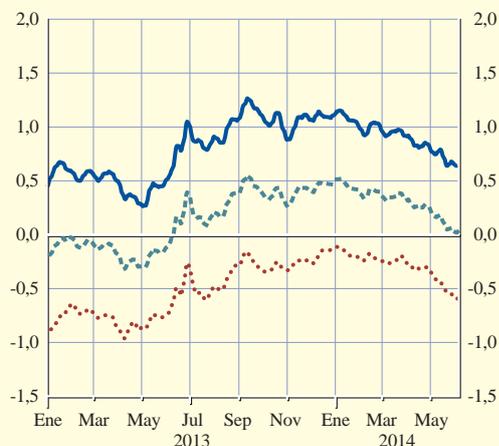
En conjunto, el rendimiento real de los bonos de la zona del euro, medido por el rendimiento de la deuda pública indexada a la inflación, disminuyó ligeramente en el período considerado, generalmente en consonancia con la caída de los tipos de interés nominales a largo plazo<sup>1</sup> (véase gráfico 23). Entre finales de febrero y principios de junio, los rendimientos reales de los bonos a cinco y diez años se redujeron entre 30 y 35 puntos básicos, hasta situarse en el -0,57 % y el 0,04 %, respectivamente. El descenso fue más limitado en marzo, en concreto en torno a 5 puntos básicos para ambos plazos, pero

1 El rendimiento real de los bonos indexados a la inflación de la zona del euro se calcula como el rendimiento medio ponderado por el PIB de la deuda pública indexada a la inflación de Francia y de Alemania. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Estimación del rendimiento real y de las tasas de inflación implícitas tras la reciente intensificación de la crisis de la deuda soberana», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011.

**Gráfico 23 Rendimiento de los bonos cupón cero indexados a la inflación en la zona del euro**

(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)

- Rendimiento de los bonos indexados a la inflación a cinco años dentro de cinco años
- ..... Rendimiento de los bonos indexados a la inflación a cinco años
- - - Rendimiento de los bonos indexados a la inflación a diez años

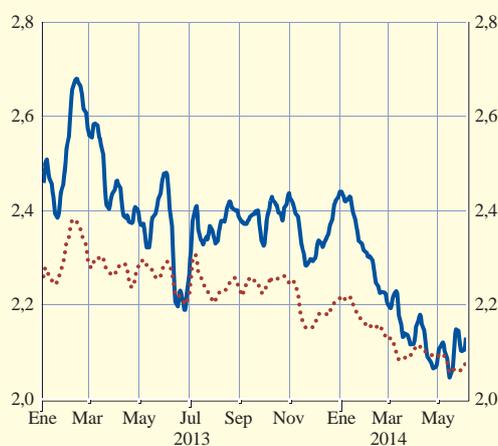


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Los tipos reales se calculan como la media ponderada por el PIB de los tipos reales de Francia y de Alemania, estimados por separado.

**Gráfico 24 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos swap de inflación**

(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)

- Tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años
- ..... Tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Las tasas de inflación implícitas se calculan como la media ponderada por el PIB de las tasas de inflación implícitas de Francia y de Alemania, estimadas por separado.

cobró impulso en abril y en mayo, cuando cayó alrededor de 10 puntos básicos, en promedio, cada mes. A comienzos de junio esta caída revirtió ligeramente. Habida cuenta de la variación observada en los rendimientos reales de los bonos a cinco y diez años, los tipos de interés reales a largo plazo de la zona del euro retrocedieron 30 puntos básicos, situándose por debajo del 0,7 % a finales del período analizado.

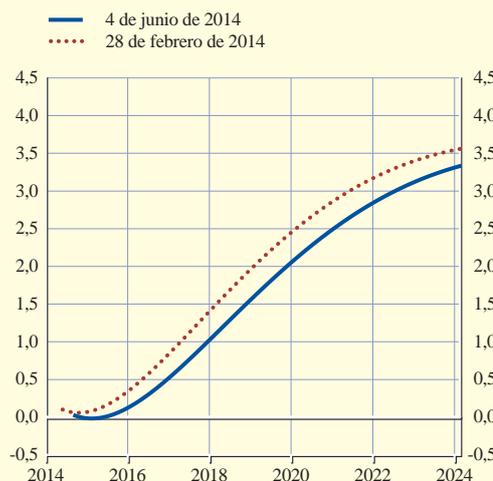
Como el descenso de los rendimientos nominales y reales durante el período considerado fue prácticamente similar, los indicadores de los mercados financieros de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro no experimentaron variaciones significativas desde finales de febrero. La tasa de inflación a diez años implícita en los bonos indexados a la inflación aumentó ligeramente, en concreto 6 puntos básicos, hasta situarse en el 1,65 %. Por el contrario, la tasa de inflación implícita a cinco años registró un incremento más significativo, de 13 puntos básicos, situándose en torno al 1,15 %. En consecuencia, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años descendió ligeramente, 2 puntos básicos, entre finales de febrero y el 4 de junio, hasta situarse ligeramente por debajo del 2,2 % en esta última fecha (véase gráfico 24). Las tasas de inflación implícitas a largo plazo calculadas a partir de los *swap* de inflación, que son algo menos volátiles, también disminuyeron 3 puntos básicos en el período analizado, situándose en el 2,1 % a principios de junio. En conjunto, teniendo en cuenta las primas de riesgo de inflación y de liquidez incorporadas en los bonos indexados a la inflación, así como la volatilidad histórica del rendimiento de dichos bonos, los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación a largo plazo siguen siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios<sup>2</sup>.

La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro se desplazó a la baja entre 7 y 35 puntos básicos entre finales de febrero y el 4 de junio. El descenso fue poco significativo para los vencimientos de hasta un año, en concreto alrededor de 10 puntos básicos, pero fue más acusado para los plazos más largos, registrándose un máximo de 35 puntos básicos para los vencimientos en torno a seis años y superiores (véase gráfico 25).

En el período analizado, el rendimiento de los bonos con calificación de grado de inversión, emitidos tanto por las sociedades no financieras como por las instituciones financieras de la zona del euro, y en todas las calificaciones crediticias, disminuyó en consonancia con el descenso registrado en el rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Si se consideran las emisiones de las sociedades no financieras, los rendimientos se redujeron entre 19 y 30 puntos básicos, en conjunto, y fluctuaron entre el 0,92 % para los emisores con calificación AAA y el 2,4 % para los emisores con calificación BBB a comienzos de junio. Los diferenciales de estos bonos (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU

Gráfico 25 Curvas de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Ratings (calificaciones crediticias).

Notas: La curva de tipos *forward* implícitos que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado refleja las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las citadas curvas se explica en la sección «Euro area yield curve», del sitio web del BCE. Los datos utilizados para la estimación son los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con calificación crediticia AAA.

<sup>2</sup> Para un análisis más exhaustivo del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo, véase el artículo titulado «Evaluación del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2012.

de deuda pública con calificación AAA) también se estrecharon, en general, tanto en el caso de los emitidos por las sociedades no financieras como por las instituciones financieras y en todas las categorías de calificación, en concreto entre 3 y 20 puntos básicos. En conjunto, para la mayoría de las calificaciones, los diferenciales de los valores de renta fija privada siguieron siendo reducidos en comparación con los máximos relativos registrados a comienzos de 2013.

## 2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*Entre finales de febrero y comienzos de junio de 2014, las cotizaciones bursátiles se incrementaron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos como consecuencia de la publicación de datos, en general, positivos sobre beneficios y de algunas señales de un repunte de la actividad económica, aunque los datos publicados fueron bastante dispares durante el período analizado. Sin embargo, especialmente en los dos primeros meses del período considerado, el aumento de las tensiones geopolíticas y la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos de reducir las compras de activos afectaron de nuevo a las cotizaciones bursátiles.*

Durante el período considerado, los precios de las acciones aumentaron en las dos principales áreas económicas. En la zona del euro, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se incrementó un 2% entre finales de febrero y el 4 de junio, mientras que el índice Standard & Poor's 500 de Estados Unidos registró un avance del 3,7%. Las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, también experimentaron un alza del 1,5% durante el mismo período (véase gráfico 26).

Durante marzo y abril, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos solo aumentaron ligeramente, en torno a un 0,7% y un 1,3%, respectivamente, con una volatilidad limitada reflejo de los efectos relativos de los datos económicos publicados y de las tensiones geopolíticas registradas a raíz de la crisis política en Ucrania. El anuncio del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, en marzo, de que reduciría adicionalmente las compras de activos y la revisión de la política de *forward guidance* también podrían haber afectado a la evolución de los precios de las acciones. Sin embargo, la decisión similar que adoptó el Comité el 30 de abril había sido anticipada en gran medida y tuvo, por tanto, un impacto moderado en los mercados bursátiles mundiales. Los precios de las acciones de Japón, medidos por el índice Nikkei 225, cayeron aproximadamente un 4% en marzo y abril. La mayor parte de las ganancias contabilizadas en los mercados de renta variable de la zona del euro y de Estados Unidos durante el período analizado se obtuvieron en el último mes, gracias a los datos positivos publicados en torno a mediados de mayo

**Gráfico 26 Índices bursátiles**

(índice: 1 de enero de 2013 = 100; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

sobre la actividad en el sector manufacturero, el mercado de trabajo y la venta de viviendas en Estados Unidos, y también debido al resultado de las elecciones al Parlamento Europeo. Los resultados electorales de Ucrania también contribuyeron a relajar las tensiones geopolíticas y a restaurar la confianza. La publicación de nuevos datos positivos desde finales de mayo en Estados Unidos favoreció también de nuevo a los mercados bursátiles. En mayo y principios de junio, los precios de las acciones de la zona del euro se incrementaron un 1,2%, mientras que los de Estados Unidos aumentaron un 2,3%. Las cotizaciones experimentaron un alza también en Japón, favorecidas asimismo por factores internos, tales como un índice PMI mejor de lo esperado y un fuerte repunte de los gastos de capital, y por las expectativas de los mercados sobre la posible prolongación de la política de relajación monetaria por parte del banco central.

En consonancia con el aumento del índice general, las cotizaciones bursátiles también se incrementaron en la mayoría de los sectores de la zona del euro (véase cuadro 6). Se registraron, sin embargo, descensos limitados en los precios de las acciones de los sectores financiero y tecnológico, así como en las cotizaciones del sector de servicios de consumo. En relación con el sector financiero más concretamente, las cotizaciones bursátiles de los bancos europeos reaccionaron positivamente a la publicación a finales de abril de 2014, por parte de la Autoridad Bancaria Europea, de la metodología y los escenarios macroeconómicos para la próxima prueba de resistencia de los balances de las entidades de crédito correspondiente a 2014, aunque, no obstante, el índice sectorial retrocedió en su conjunto un 1% durante el período de referencia. Al mismo tiempo, los valores de renta variable registraron ganancias superiores a la media en los sectores de agua, gas y electricidad, petróleo y energía y telecomunicaciones.

La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, permaneció prácticamente estable en la zona del euro entre finales de febrero y comienzos de junio, mientras que cayó alrededor de 0,8 puntos porcentuales en Estados Unidos durante el mismo período. En conjunto, la volatilidad implícita no presentó fluctuaciones significativas durante el período analizado, excepto en torno a mediados de marzo, cuando se produjo un repunte transitorio relacionado con la intensificación de las

**Cuadro 6 Variación de los precios del índice Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos**

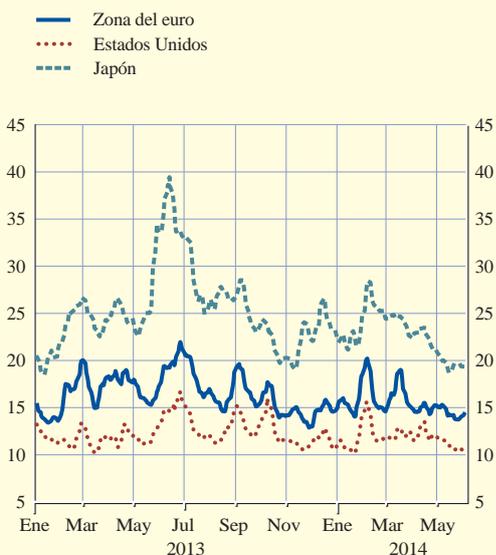
(porcentajes de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecno- logía	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.
<b>Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)</b>	100,0	9,9	6,7	16,8	6,6	23,4	5,1	15,6	5,1	4,6	6,2
<b>Variación de los precios (datos a fin de período)</b>											
I 2013	2,0	1,1	10,1	7,9	-3,7	-5,1	10,9	4,9	3,9	-3,1	-4,4
II 2013	-1,1	-2,0	-1,3	-2,2	-4,2	1,9	-0,7	-2,2	1,0	-1,9	-1,4
III 2013	-10,2	-6,4	-8,8	-8,1	-10,7	-14,3	3,9	-12,7	-11,7	-16,0	-10,0
IV 2013	7,3	9,5	7,1	3,4	0,9	12,5	6,0	7,5	7,2	6,8	4,3
I 2014	2,9	-1,2	2,1	1,9	5,1	5,0	-1,4	1,9	-0,8	3,0	13,4
Abr 2014	0,5	1,8	-2,2	1,2	6,2	-0,3	1,8	0,1	-3,4	3,9	-2,5
May 2014	1,5	2,6	1,9	2,4	-0,3	-0,2	0,8	1,3	3,3	2,1	4,2
28 feb. 2014-4 jun. 2014	2,0	2,1	-0,7	3,5	7,0	-0,7	1,9	1,2	-0,4	8,2	6,8

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**Gráfico 27 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable**

(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días)



Fuente: Bloomberg.

Notas: La serie de volatilidad implícita representa la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un período de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades implícitas son el Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, el Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y el Nikkei 225 para Japón.

**Gráfico 28 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro**

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Crecimiento esperado de los beneficios de las empresas del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).

2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

tensiones geopolíticas y, posiblemente, con la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de reducir las compras de activos, y —en el caso de la zona del euro— a comienzos de junio, en un contexto de aumento del rendimiento de la deuda soberana y de unas expectativas de mayor volatilidad en los mercados de renta fija.

## 2.6 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

*En el período comprendido entre diciembre de 2013 y abril de 2014, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó ligeramente, como consecuencia del incremento del coste real de las acciones y de los préstamos bancarios, que quedó parcialmente compensado por el descenso del coste real de los valores de renta fija. En cuanto a los flujos de financiación, los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras continuaron disminuyendo en los cuatro primeros meses de 2014. La persistente fragilidad de la recuperación económica durante el primer trimestre de 2014 siguió ejerciendo cierta presión a la baja sobre la demanda de préstamos. Por lo que respecta a la oferta, la necesidad de las entidades de crédito de mejorar sus ratios de capital limitó su capacidad para conceder crédito a las sociedades no financieras. En este contexto, la evidencia procedente de encuestas correspondientes al primer trimestre de 2014 sugiere que, en términos netos, los bancos mantuvieron las restrictivas condiciones de aprobación del crédito a las sociedades no financieras, en general, sin variación con respecto a los niveles registrados en el trimestre anterior. Sin embargo, las emisiones*

de valores de renta fija y, en menor medida, de acciones cotizadas continuaron respaldando los flujos de financiación externa hacia las sociedades no financieras de la zona del euro. En el primer trimestre de 2014, las empresas de la zona siguieron registrando una posición acreedora neta total.

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

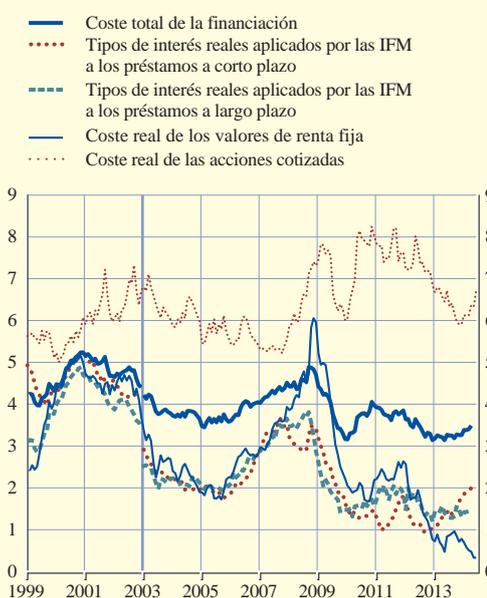
En abril de 2014, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, calculado mediante la ponderación del coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración, se incrementó ligeramente, hasta el 3,5%, desde el 3,3% de diciembre de 2013 (véase gráfico 29). En comparación con el último mes del año anterior, la evolución del índice general reflejó una subida de 45 puntos básicos en el coste real de las acciones, mientras que el coste real de los valores de renta fija se redujo 31 puntos básicos. En ese mismo período, el tipo de interés real de los préstamos bancarios a corto y a largo plazo concedidos a las sociedades no financieras se elevó 21 y 7 puntos básicos, respectivamente. Los datos disponibles hasta mayo de 2014 sugieren que el coste real de las acciones ha experimentado un nuevo incremento adicional, mientras que el coste real de los valores de renta fija ha disminuido, situándose en un mínimo histórico desde enero de 1999.

Examinando los componentes de la financiación externa con más detalle, en el período comprendido entre diciembre de 2013 y abril de 2014, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron en el caso de los préstamos de hasta un millón de euros. En ese mismo período, los tipos de interés nominales correspondientes a los nuevos préstamos de más de un millón de euros con períodos más cortos de fijación del tipo inicial disminuyeron ligeramente, mientras que los tipos nominales de los préstamos de más de un millón de euros con períodos más largos de fijación del tipo inicial se mantuvieron sin variación (véase cuadro 7). Durante dicho período, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos de hasta un millón de euros y los préstamos de más de un millón de euros aumentó levemente, en 5 puntos básicos, en el caso de los préstamos con períodos más cortos de fijación del tipo inicial, y permaneció estable en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años.

En el período comprendido entre diciembre de 2013 y abril de 2014, la percepción de que el riesgo de crédito de los prestatarios era elevado y de que los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro estaban disminuyendo ejerció presiones al alza sobre el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y los tipos de interés de

**Gráfico 29 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro**

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecasts.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del *Boletín Mensual* de marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series estadísticas. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos resultantes de la aplicación de los reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

**Cuadro 7 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras**

(porcentajes; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta abril de 2014 <sup>1)</sup>		
	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	Mar 2013	Abr 2014	Ene 2013	Ene 2014	Mar 2014
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM</b>									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	3,94	3,89	3,86	3,79	3,78	3,81	-17	-4	3
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,75	3,73	3,76	3,79	3,79	3,80	1	-5	1
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,49	3,29	3,26	3,27	3,28	3,27	-12	-1	-1
Préstamos a las sociedades no financieras de más de un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	2,12	2,17	2,15	2,29	2,26	2,25	5	0	-1
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	2,85	2,93	3,06	2,96	2,98	2,97	1	-6	-1
<b>Pro memoria</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,21	0,22	0,23	0,29	0,31	0,34	11	4	3
Rendimiento de la deuda pública a dos años	0,07	0,30	0,22	0,25	0,17	0,16	-15	5	-1
Rendimiento de la deuda pública a siete años	1,10	1,51	1,42	1,58	1,21	1,13	-30	-12	-8

Fuente: BCE.

Nota: Los rendimientos de la deuda pública se refieren a los rendimientos de los bonos de la zona del euro basados en los datos del BCE sobre los bonos con calificación AAA (basados en calificaciones crediticias de Fitch), que actualmente incluyen bonos de Alemania, Austria, Finlandia, Francia y Países Bajos.

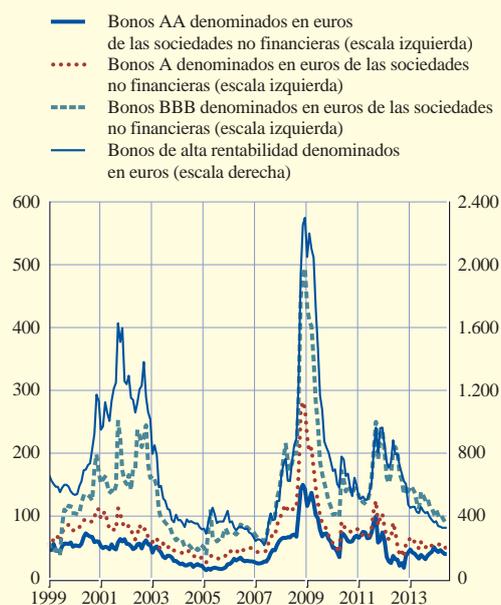
1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

mercado. Por ejemplo, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA se amplió de 137 puntos básicos en diciembre de 2013 a 184 puntos básicos en abril de 2014. Sin embargo, en los plazos cortos, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y los tipos de interés de mercado siguió contrayéndose. En abril de 2014, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos bancarios de hasta un millón de euros y el euríbor a tres meses cayó hasta situarse en 346 puntos básicos (frente a 350 puntos básicos en diciembre de 2013). En el caso de los préstamos de más de un millón de euros, la disminución fue similar, y el diferencial entre el tipo de interés bancario y el euríbor a tres meses se redujo a 191 puntos básicos (desde 200 puntos básicos en diciembre de 2013).

En cuanto a la evidencia procedente de las encuestas sobre la oferta y la demanda de préstamos bancarios a sociedades no financieras de la zona del euro, la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014 correspondiente al primer trimestre

**Gráfico 30 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras**

(puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

de 2014 mostró que los criterios de concesión de préstamos a las sociedades no financieras siguieron siendo restrictivos y prácticamente no variaron en comparación con el último trimestre de 2013. Sin embargo, el nivel de endurecimiento neto permanece en el nivel histórico más bajo registrado desde que comenzó a realizarse esta encuesta. La percepción de menor riesgo de crédito de los prestatarios, combinada con una mejora moderada de las perspectivas económicas, se tradujo en una ligera relajación neta de los criterios de concesión de crédito bancario a las empresas. Desde el punto de vista de la oferta de crédito, una cierta disminución de los problemas de disponibilidad de fondos de los bancos y la reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito también contribuyeron ligeramente a la relajación neta de los criterios de aprobación de préstamos a las empresas. Para el segundo trimestre de 2014, las entidades de crédito esperan que continúe dicha relajación neta<sup>3</sup>. En cuanto a las condiciones de financiación en los mercados, en el período comprendido entre diciembre de 2013 y abril de 2014 (el último mes para el que se dispone de datos completos), los diferenciales entre el coste de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA continuaron reduciéndose. La contracción fue generalizada en las distintas categorías de calificación de los valores de renta fija privada, pero fue más notable en el caso de los bonos con calificación más baja («de alta rentabilidad»), donde fue de 35 puntos básicos (véase gráfico 30).

### FLUJOS DE FINANCIACIÓN

Entre diciembre de 2013 y marzo de 2014, la debilidad de la actividad económica y la reducida inflación, combinadas con una actividad de emisión de acciones por parte de las sociedades no financieras relativamente intensa, se tradujeron en un nuevo descenso del beneficio por acción de este sector en la zona del euro. En concreto, la tasa de variación interanual de los beneficios por acción de las sociedades cotizadas de la zona del euro fue del -6,7% en mayo de 2014, frente al -7,7% de diciembre de 2013 (véase gráfico 31). De cara al futuro, basándose en los indicadores de proveedores de mercado, los participantes en el mercado esperan que el ritmo de contracción del beneficio por acción se modere gradualmente hasta recuperar niveles positivos en el cuarto trimestre del año en curso.

La financiación externa de las empresas mantuvo su considerable falta de dinamismo en el primer trimestre de 2014. Esta evolución fue reflejo tanto de factores de demanda, según muestra la todavía frágil recuperación de la inversión empresarial, como de la persistencia de algunas restricciones en la oferta de financiación, sobre todo a las pequeñas y medianas empresas (pymes). Los préstamos concedidos por las IFM (ajustados de ventas y titulizaciones) se contrajeron un 3,1% en comparación con el mismo trimestre del año anterior, es decir, a una tasa que no varió con respecto a la registrada en el cuarto trimestre de 2013. En abril de 2014, el ritmo de contracción se moderó ligeramente y la tasa de crecimiento interanual se situó en el -2,7% (véase también el recuadro 1). La actual disminución de los préstamos concedidos por las IFM a las grandes sociedades no financieras se vio parcialmente

**Gráfico 31 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

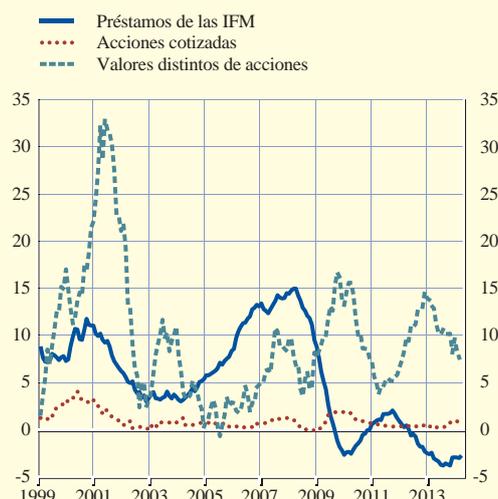
<sup>3</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «The results of the euro area bank lending survey for the first quarter of 2014», en la versión en inglés del *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2014.

compensada por la capacidad de estas empresas para recurrir a otras fuentes de financiación externa. Pese a que el crecimiento interanual de la emisión neta de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se situó por debajo del 8,1 % registrado en el cuarto trimestre de 2013 (véase gráfico 32), se mantuvo en niveles altos, del 7,6%, en el primer trimestre de 2014, situándose, por tanto, claramente por encima de la tasa de crecimiento de la emisión de acciones, que fue del 1,2%, frente al 0,7% del cuarto trimestre de 2013 (véase cuadro 8).

Tradicionalmente, el mercado de valores de renta fija privada de la zona del euro se ha concentrado en grandes empresas con elevadas calificaciones crediticias ubicadas en unos pocos países. Los datos mensuales sobre emisiones netas de valores distintos de acciones, disponibles hasta marzo de 2014, confirman este patrón, de forma que las pymes se han beneficiado solo de forma indirecta de la intensa actividad de emisión de valores de renta fija privada. Además, desde 2007, las emisiones de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se han inclinado hacia instrumentos a más largo plazo. Esta dinámica se mantenía en marzo de 2014, cuando el porcentaje de instrumentos representativos de deuda a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras aumentó hasta el 92 % (desde el 84 % de 2007).

**Gráfico 32 Detalle por instrumentos de la financiación externa de las sociedades no financieras**

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.  
Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

**Cuadro 8 Financiación de las sociedades no financieras**

	Tasas de crecimiento interanual				
	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I
<b>Préstamos de IFM</b>	-2,5	-3,4	-3,6	-3,0	-3,0
Hasta un año	1,5	-2,1	-3,1	-4,0	-4,9
De uno a cinco años	-6,3	-6,2	-5,6	-5,7	-4,7
Más de cinco años	-2,9	-3,0	-3,2	-1,7	-1,7
<b>Valores distintos de acciones</b>	13,1	10,3	10,2	8,2	7,6
A corto plazo	7,9	-9,3	0,6	-8,7	-8,6
A largo plazo, de los cuales <sup>1)</sup>	13,7	12,6	11,2	9,7	9,2
A tipo fijo	15,1	13,7	11,3	9,5	8,8
A tipo variable	-0,2	4,9	11,1	11,1	12,9
<b>Acciones cotizadas</b>	0,1	0,4	0,3	0,7	1,2
<b>Pro memoria<sup>2)</sup></b>					
Total financiación	1,2	0,7	0,7	0,7	-
Préstamos a sociedades no financieras	0,2	-0,7	-1,3	-1,1	-
Reservas técnicas de seguro <sup>3)</sup>	1,2	1,1	1,0	1,0	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras, principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

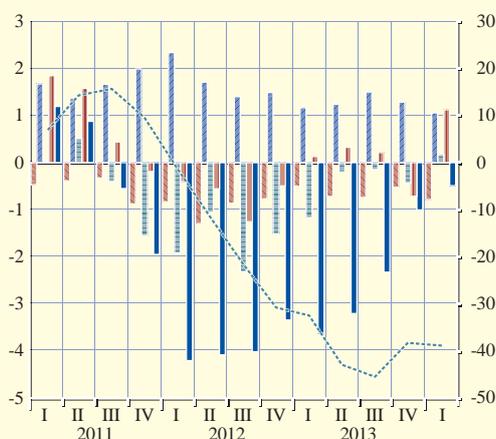
En el primer trimestre de 2014, los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras que registraron la contracción más acusada fueron aquellos con período de fijación del tipo inicial de hasta un año. Sin embargo, el ritmo de contracción se moderó, aunque continuó siendo elevado, en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de entre uno y cinco años (véase cuadro 8).

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014 correspondiente al primer trimestre de 2014 mostraron que la demanda neta de préstamos por parte de las sociedades no financieras (es decir, la diferencia entre la suma de los porcentajes de bancos que indicaron un aumento de la demanda y la de los bancos que señalaron un descenso) recuperó niveles positivos en todas las categorías de préstamo. La demanda neta de préstamos a empresas aumentó hasta el 2% en el primer trimestre de 2014, desde el -11% del trimestre anterior, pasando a ser positiva por primera vez desde el segundo trimestre de 2011, y situándose por encima de su media histórica. Las existencias y el capital circulante, así como la reestructuración de la deuda, fueron los conceptos que más contribuyeron a la demanda de préstamos por parte de las empresas en el primer trimestre de 2014. La inversión en capital fijo continuó lastrando esta demanda, aunque en menor medida que en el trimestre anterior. Como consecuencia de la acumulación de grandes

**Gráfico 33 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras**

(tasas de variación interanual; porcentaje neto)

- Inversión en capital fijo (escala derecha)
- Existencias y capital circulante (escala derecha)
- Fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (escala derecha)
- Reestructuración de la deuda (escala derecha)
- Financiación interna (escala derecha)
- Préstamos a sociedades no financieras (escala izquierda)



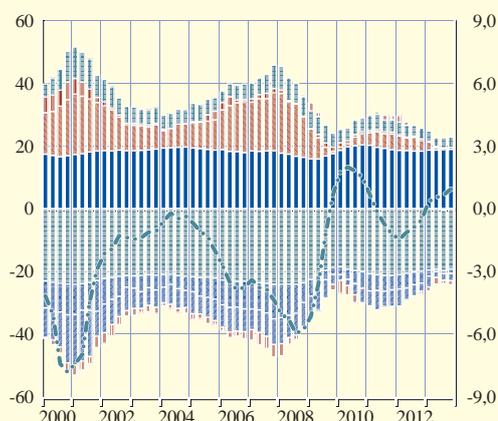
Fuente: BCE.

Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y el de las que indican que ha contribuido a una reducción. En la escala derecha, las variables se presentan en porcentajes netos.

**Gráfico 34 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras**

(sumas móviles de cuatro trimestres; porcentajes del valor añadido bruto)

- Ahorro bruto y transferencias netas de capital
- Emisión de acciones y otras participaciones cotizadas
- Formación bruta de capital
- Adquisiciones netas de acciones y otras participaciones
- Financiación mediante deuda
- Emisión de acciones y otras participaciones no cotizadas
- Adquisiciones netas de activos financieros, excluidas acciones y otras participaciones
- Otros
- Brecha de financiación (escala derecha)



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

Notas: La «financiación mediante deuda» incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro compensadas y ajustes. Los préstamos entre empresas relacionadas se compensan. La brecha de financiación es la capacidad/necesidad de financiación del sector, que básicamente es la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital.

colchones de liquidez, la financiación interna contribuyó más negativamente a la demanda de préstamos en el primer trimestre de 2014 que en el trimestre precedente (véase gráfico 33).

La brecha de financiación de las sociedades no financieras, es decir, la diferencia entre sus fondos internos (ahorro bruto) y su formación bruta de capital, en relación con el valor añadido bruto generado por ellas, continuó siendo positiva y se incrementó hasta el 0,9 % en el último trimestre de 2013, desde el 0,7 % del trimestre precedente (véase gráfico 34), como consecuencia del ligero aumento de los fondos generados internamente y del leve descenso de la formación bruta de capital. Por el lado de la financiación, las sociedades no financieras incrementaron sus tenencias de depósitos de manera significativa en comparación con el nivel registrado en el tercer trimestre de 2013.

### POSICIÓN FINANCIERA

Según datos de las cuentas integradas de la zona del euro, el endeudamiento del sector de sociedades no financieras descendió ligeramente en el cuarto trimestre de 2013. La ratio de deuda en relación con el PIB siguió disminuyendo, desde el 78,5 % en el tercer trimestre de 2013 hasta el 78 % en el último trimestre del mismo año. El ritmo de ajuste de los balances de las sociedades no financieras continuó siendo bastante lento en comparación con los máximos registrados en el momento álgido de la crisis financiera, también debido a la persistente debilidad de la recuperación económica. En el mismo período, la ratio de deuda sobre activos totales también se redujo ligeramente, desde el 25,6 % hasta el 25,1 % (véase gráfico 35). La sostenibilidad de la deuda de las sociedades no financieras continuó mejorando en el cuarto trimestre de 2013. La carga bruta por intereses en relación con el excedente bruto de explotación retrocedió hasta situarse en el 11,7 %, frente al 12,1 % del tercer trimestre de 2013. En términos netos, la carga por intereses de las sociedades no financieras se contrajo hasta el 4,6 % en el último trimestre de 2013, lo que supone una

**Gráfico 35 Ratios de deuda del sector de sociedades no financieras**

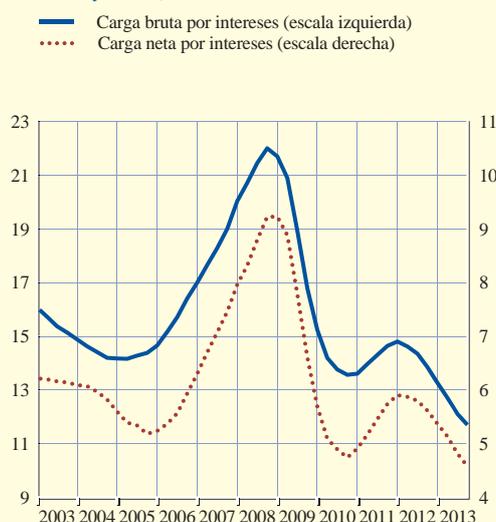
(porcentajes)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.  
Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores. Incluyen préstamos (excluidos los préstamos entre empresas relacionadas), valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones.

**Gráfico 36 Carga por intereses de las sociedades no financieras**

(suma móvil de cuatro trimestres; en porcentaje del excedente bruto de explotación)



Fuente: BCE.  
Nota: La carga neta por intereses se define como la diferencia entre los pagos y los ingresos por intereses de las sociedades no financieras, en relación con su excedente bruto de explotación.

reducción de 0,2 puntos porcentuales con respecto al trimestre precedente y la mitad del máximo del 9,2% registrado en el último trimestre de 2008 (véase gráfico 36).

## 2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

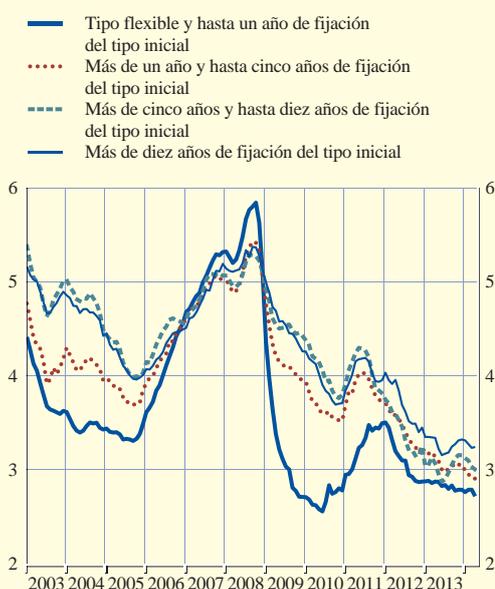
En el primer trimestre de 2014, las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro se caracterizaron por la estabilidad de los tipos de interés de los préstamos bancarios, en un contexto de persistencia de una heterogeneidad significativa entre países e instrumentos. La continuada debilidad de la evolución del endeudamiento de los hogares es resultado de una combinación de factores, entre los que se encuentran la falta de dinamismo de la renta disponible de este sector, los altos niveles de desempleo, la fragilidad de los mercados de la vivienda y la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Las estimaciones correspondientes al primer trimestre de 2014 sugieren que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares se mantuvo en valores negativos en ese trimestre. Se estima que la deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible descendió ligeramente en el primer trimestre de 2014.

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Los costes de financiación de los hogares de la zona del euro permanecieron prácticamente sin variación en el primer trimestre de 2014 y continuaron presentando divergencias en función de la categoría, del plazo del vencimiento y del país de origen del préstamo. Si se consideran los componentes individuales, la evidencia más reciente disponible indica que los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda disminuyeron marginalmente en abril de 2014. Por lo que respecta al desglose de los costes de financiación de los préstamos hipotecarios según su plazo de vencimiento, mientras que los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto plazo (es decir, préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial) no se modificaron, los tipos de interés de los préstamos a medio plazo (esto es, préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco años) y de los préstamos a largo plazo (es decir, préstamos con períodos de fijación del tipo inicial de más de cinco años y hasta diez años, y de más de diez años) se redujeron 10 puntos básicos en comparación con los niveles registrados en el cuarto trimestre (véase gráfico 37). En abril de 2014, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo para adquisición de vivienda descendieron 10 puntos básicos con respecto a los niveles registrados en marzo. En cuanto a los nuevos préstamos para consumo, los tipos de interés aplicados tanto a los préstamos a corto plazo (es decir, aquellos con un período de fijación del tipo inicial de hasta un año) como a los préstamos a largo plazo (esto es, aquellos con período de fijación del tipo inicial de

**Gráfico 37 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda**

(porcentajes; excluidas comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

más de cinco años) aumentaron ligeramente en el primer trimestre de 2014. Por el contrario, los tipos de interés de los préstamos a medio plazo (es decir, préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco años) disminuyeron levemente en el primer trimestre. La evidencia más reciente disponible indica que los tipos de interés aplicados a los préstamos para consumo a corto plazo retrocedieron ligeramente en abril de 2014 en comparación con el nivel registrado en marzo.

Las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de abril de 2014 señalaron que, en el primer trimestre de 2014, se había producido una relajación neta de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda otorgados a los hogares (el -5%, en comparación con el 0% del trimestre anterior). Las presiones de la competencia favorecieron la relajación neta de los criterios de aprobación, mientras que la percepción de riesgos por parte de las entidades de crédito tuvo un efecto marginal en el endurecimiento neto de dichos criterios.

Por lo que se refiere al crédito al consumo y otros préstamos concedidos a los hogares, los resultados de la encuesta de abril de 2014 sugieren que los criterios de aprobación se relajaron ligeramente en términos netos en el primer trimestre de 2014 (el -2%, frente a un endurecimiento neto del 2% en el trimestre precedente). La relajación neta indicada en relación con los criterios de concesión en este sector del mercado crediticio puede atribuirse a la competencia y a una disminución de la percepción de riesgos por parte de las entidades de crédito. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al primer trimestre de 2014», en la versión en inglés del Boletín Mensual de mayo de 2014.

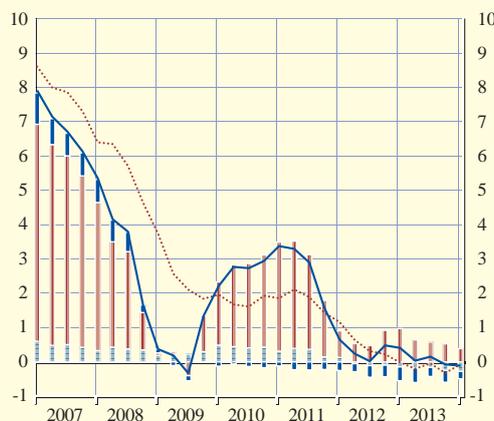
## FLUJOS DE FINANCIACIÓN

En el cuarto trimestre de 2013 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares alcanzó un mínimo histórico. La tasa de crecimiento interanual negativa registrada en ese trimestre (el -0,3%, frente al 0% del trimestre precedente) se debió a una contracción marginal del total de los préstamos concedidos por las IFM (que crecieron a una tasa interanual del -0,1%, en comparación con el 0,1% del trimestre anterior) así como a una nueva reducción de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el -1,7% frente al -1,1% del trimestre anterior. Estos últimos préstamos suelen reflejar las ventas y titulaciones, lo que hace que los préstamos a hogares se desplacen entre el sector de IFM y el de intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (es decir, el sector OIF). Las estimaciones para el primer trimestre de 2014 sugieren que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares se mantuvo en valores negativos en ese trimestre (véase gráfico 38).

**Gráfico 38 Total de préstamos concedidos a los hogares**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; fin de trimestre)

- Crédito al consumo de IFM
- Préstamos de IFM para adquisición de vivienda
- Otros préstamos de IFM
- Total préstamos de IFM
- ... Total préstamos



Fuente: BCE.

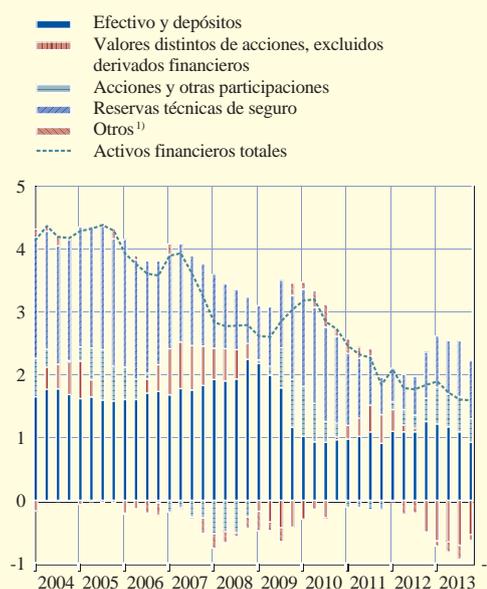
Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el primer trimestre de 2014 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares, se situó en el  $-0,1\%$  en el primer trimestre de 2014 (sin variación con respecto al trimestre precedente). Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a los hogares se situó en el  $0\%$  en abril, frente al  $-0,1\%$  de marzo. Si se considera el desglose de estos préstamos según su finalidad, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por las IFM descendió ligeramente hasta situarse en el  $0,6\%$  en el primer trimestre de 2014, frente al  $0,7\%$  del trimestre anterior. En abril de 2014, esta tasa se situó en el  $0,7\%$ , frente al  $0,6\%$  de marzo, y la evidencia más reciente disponible indica que los flujos de préstamos para adquisición de vivienda se incrementaron en comparación con el nivel registrado en el mes anterior. El crédito al consumo continuó disminuyendo en el primer trimestre de 2014, aunque a un ritmo más lento (con una tasa de crecimiento interanual situada en el  $-1,9\%$ , en comparación con el  $-3\%$  del cuarto trimestre de 2013). La tasa de crecimiento interanual de crédito al consumo siguió siendo negativa en abril de 2014. Los datos sobre operaciones indican que los flujos trimestrales de crédito al consumo siguieron registrando valores negativos en el primer trimestre de 2014 y fueron levemente positivos en abril de 2014. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos, que incluye los préstamos a empresas sin personalidad jurídica, cayó de nuevo hasta situarse en el  $-1,9\%$  en el primer trimestre de 2014 (frente al  $-1,6\%$  del trimestre anterior), antes de aumentar hasta el  $-1,7\%$  en abril de 2014 (frente al  $-1,9\%$  del mes anterior). Los flujos trimestrales de préstamos para otros fines siguieron registrando valores negativos en el primer trimestre de 2014 y fueron ligeramente positivos en abril de 2014.

Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de su inversión financiera total se situó en el  $1,6\%$  en el cuarto trimestre de 2013 (sin variación con respecto al trimestre anterior; véase gráfico 39). Esta evolución tuvo su origen en la menor contribución de la inversión en acciones y otras participaciones, que quedó contrarrestada por la contribución menos negativa de la inversión en valores distintos de acciones. Además, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en efectivo y depósitos descendió hasta el  $2,6\%$ , frente al  $3,1\%$  del tercer trimestre. Por el contrario, la contribución de la inversión en reservas técnicas de seguro aumentó ligeramente. Considerado en combinación con este incremento marginal de la tasa de crecimiento interanual de las reservas técnicas de seguro, el descenso de la tasa de crecimiento interanual de la inversión en activos de mayor riesgo sugiere que, en comparación con la evolución registrada en el trimestre anterior, el apetito de riesgo del sector hogares se moderó en el cuarto trimestre de 2013. En conjunto, la necesidad de desapalancamiento, el alto nivel de desempleo y la debilidad del ciclo económico (situaciones todas ellas que dificultan el crecimiento de la renta disponible y fuerzan el desahorro de los hogares) son los principales factores que explican la prolongada desaceleración observada en la acumulación de activos financieros por parte de los hogares desde mediados de 2010.

Gráfico 39 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

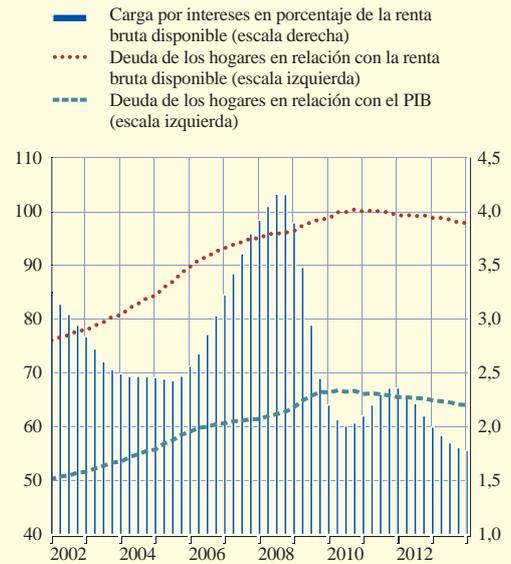
## POSICIÓN FINANCIERA

La deuda de los hogares de la zona del euro continúa en niveles elevados, aunque ha seguido reduciéndose gradualmente. Más concretamente, la deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible nominal descendió hasta el 98 % en el cuarto trimestre de 2013, frente al 98,5 % del tercer trimestre. La deuda de este sector en relación con el PIB también disminuyó ligeramente, situándose en el 64,2 % en el cuarto trimestre, frente al 64,6 % del trimestre anterior. La carga por intereses de los hogares experimentó asimismo una caída adicional, hasta el 1,8 % de la renta total disponible, que es el mínimo histórico.

Las estimaciones para el primer trimestre de 2014 indican que la deuda de los hogares descendió levemente (véase gráfico 40), alcanzando un nivel registrado por última vez a mediados de 2009. De igual modo, se estima que la carga por intereses de los hogares disminuyó de nuevo, aunque solo marginalmente, en el primer trimestre de 2014.

Gráfico 40 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: El endeudamiento de los hogares comprende el total de préstamos a los hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. La carga por intereses no incluye todos los costes financieros de los hogares, ya que excluye las comisiones por servicios financieros. Los datos del último trimestre que figuran en el gráfico se han estimado en parte.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,5% en mayo de 2014, frente al 0,7% de abril, una tasa inferior a la esperada. El descenso de la inflación reflejó las caídas de las tasas de variación interanual de los componentes de servicios, alimentos y bienes industriales no energéticos, que se vieron compensadas, aunque solo en parte, por un aumento de la tasa de crecimiento interanual del componente de energía resultante de un efecto de base al alza. A partir de la información actualmente disponible se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles reducidos durante los próximos meses y que aumente gradualmente en 2015 y 2016. Mientras tanto, las expectativas de inflación a medio y largo plazo para la zona del euro permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del BCE de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este valor.

Esta valoración también queda reflejada en las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 0,7% en 2014, el 1,1% en 2015 y el 1,4% en 2016. Las proyecciones señalan que la inflación interanual medida por el IAPC se situará en el 1,5% en el último trimestre de 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, las proyecciones de inflación para 2014, 2015 y 2016 se han revisado a la baja y están condicionadas a una serie de supuestos técnicos, entre los que se incluyen los tipos de cambio y los precios del petróleo, y la incertidumbre que rodea a las proyecciones aumenta con la duración del horizonte de proyección.

Se considera que los riesgos al alza y a la baja para las perspectivas de evolución de los precios son limitados y que están, en general, equilibrados en el medio plazo.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro experimentó un acusado descenso entre finales de 2011 y octubre del año pasado, y desde entonces ha fluctuado en torno a niveles muy reducidos por debajo del 1%. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación se situó en el 0,5% en mayo de

**Cuadro 9 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

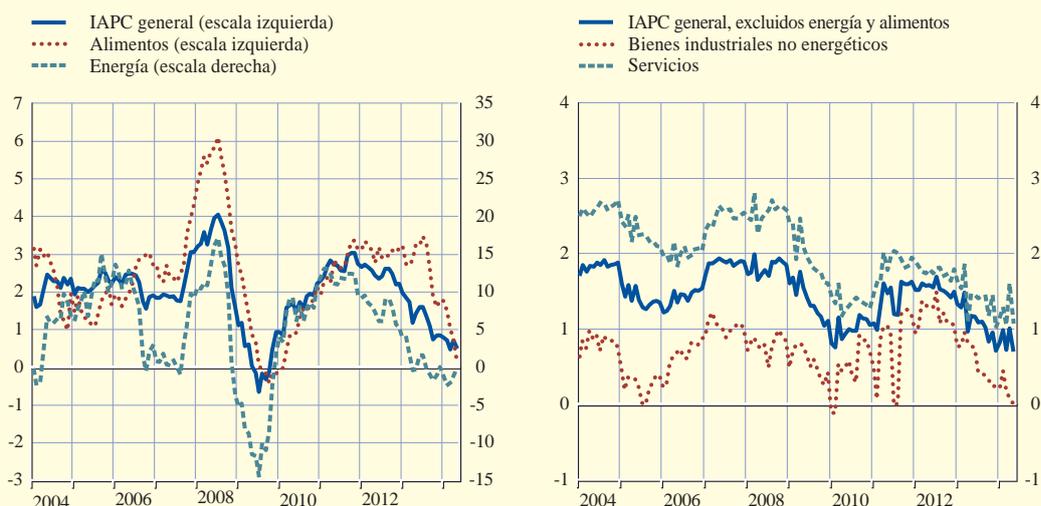
	2012	2013	2013 Dic	2014 Ene	2014 Feb	2014 Mar	2014 Abr	2014 May
<b>IAPC y sus componentes <sup>1)</sup></b>								
Índice general	2,5	1,4	0,8	0,8	0,7	0,5	0,7	0,5
Energía	7,6	0,6	0,0	-1,2	-2,3	-2,1	-1,2	0,0
Alimentos	3,1	2,7	1,8	1,7	1,5	1,0	0,7	0,1
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	1,5	1,3	0,9	-0,1	-0,7	.
Alimentos elaborados	3,1	2,2	2,0	2,0	1,8	1,7	1,6	.
Bienes industriales no energéticos	1,2	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,0
Servicios	1,8	1,4	1,0	1,2	1,3	1,1	1,6	1,1
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	2,8	-0,2	-0,7	-1,3	-1,7	-1,6	-1,2	.
Precios del petróleo (euros por barril)	86,6	81,7	80,8	78,8	79,4	77,8	78,2	79,4
Precios de las materias primas no energéticas	0,5	-8,2	-11,4	-9,3	-7,8	-8,2	-4,1	-3,2

Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Reuters.

1) La inflación medida por el IAPC y sus componentes (excluidos los alimentos no elaborados y elaborados) de mayo de 2014 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 41 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

2014, frente al 0,7 % de abril. Este descenso refleja las caídas de las tasas de variación interanual de los componentes de servicios, alimentos y bienes industriales no energéticos, que se vieron compensadas, aunque solo en parte, por un aumento de la tasa de crecimiento interanual del componente de energía resultante de un efecto de base al alza (véase cuadro 9).

Las reducidas tasas de inflación registradas en la zona del euro desde octubre de 2013, algunas inferiores a lo esperado, se deben a diversos factores, en particular a las contribuciones negativas del componente de energía y a las menores contribuciones del componente de alimentos, cuyos efectos se han visto ampliados por la apreciación del tipo de cambio del euro. Asimismo, parte de las moderadas presiones sobre los precios en la zona del euro reflejan la abundante capacidad productiva sin utilizar. La inflación agregada de la zona del euro también se ha mantenido contenida debido a factores locales relacionados con la crisis de la deuda soberana y con el proceso de ajuste de los precios relativos en los países sometidos a tensiones financieras. Además, efectos de base derivados de la evolución de los precios de la energía han contribuido a que el perfil mensual de la inflación muestre cierta volatilidad. Se estima que, en enero y febrero, estos efectos causaron un impacto a la baja acumulado de unos 0,2 puntos porcentuales en la inflación interanual medida por el IAPC, mientras que los efectos de base positivos observados en abril y mayo la impulsaron al alza en 0,3 puntos porcentuales.

Por lo que se refiere a los principales componentes del IAPC, la contribución de los precios de la energía a la inflación medida por el IAPC ha sido, en general, negativa desde octubre del año pasado, principalmente como consecuencia de la caída de los precios del petróleo en euros.

La tasa de variación de los precios de los alimentos (que incluye los precios de los alimentos elaborados y no elaborados) ha continuado descendiendo de forma acusada, desde aproximadamente el 2 % registrado en octubre de 2013 hasta el 0,1 % en mayo de 2014, según la estimación preliminar de Eurostat. Todavía no se dispone de información oficial sobre el detalle del componente de alimentos para mayo.

La caída de los precios de este componente es resultado, fundamentalmente, de las suaves temperaturas del invierno, en comparación con unas condiciones meteorológicas más adversas el año pasado, que han presionado a la baja la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados (desde el 1,4% de octubre de 2013 hasta el -0,7% de abril de 2014). Las tasas de crecimiento interanual de todos los componentes de los alimentos no elaborados han descendido, si bien las condiciones meteorológicas parecen haber tenido un impacto especialmente pronunciado en los precios de las frutas y de las verduras y las hortalizas. En abril de 2014, la tasa de variación interanual de los precios de estos alimentos se situaba en el -1% y el -4%, respectivamente, en comparación con el 2,6% y el -0,8% de octubre de 2013. La tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados ha disminuido a un ritmo más lento, pasando del 2,2% registrado en octubre de 2013 al 1,6% en abril de 2014. Los alimentos que más contribuyeron al menor aumento de los precios fueron el pan y los cereales y los aceites y las grasas.

La tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos los componentes volátiles —alimentos y energía— también se ha mantenido en niveles reducidos desde octubre del año pasado, y ha fluctuado entre el 0,7% y el 1%. Según la estimación preliminar de Eurostat para mayo de 2014, la tasa de avance interanual se situó en el 0,7%, frente al 1% de abril. La media de largo plazo de esta medida para el período transcurrido desde la introducción del euro en 1999 es del 1,5%.

Los dos componentes de la cesta del IAPC excluidos los alimentos y la energía es decir, los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, han registrado tasas de inflación relativamente bajas últimamente. La tasa de avance interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se ha mantenido básicamente estable, en niveles muy reducidos, desde el último trimestre de 2013, y continúa reflejando la debilidad de la demanda de consumo y una evolución salarial contenida en general, así como el impacto moderador de los precios de los bienes importados (asociado a la anterior apreciación del tipo de cambio del euro y a los bajos niveles de inflación mundial).

La tasa de variación interanual de los precios de los servicios, el principal componente del IAPC, también se ha mantenido en niveles reducidos, principalmente como consecuencia de la atonía de la demanda interna. Este componente ha mostrado una volatilidad intermensual considerable en los últimos meses, debido, en cierta medida, a las fechas de las vacaciones de Semana Santa de este año. Es posible que este efecto calendario haya contribuido al descenso de la tasa de crecimiento interanual de los precios de servicios turísticos (como vacaciones organizadas, transporte aéreo y alojamiento) registrado en marzo de 2014, así como al repunte de estos precios observado en abril.

Las reducidas presiones inflacionistas subyacentes también reflejan un tímido impacto de las medidas relativas a los impuestos indirectos. En primer lugar, las medidas aplicadas en años anteriores en varios Estados miembros en relación con las necesidades de consolidación fiscal se han excluido del cálculo de las tasas interanuales. En segundo lugar, en algunos países, la traslación de las recientes subidas de los impuestos indirectos, en un entorno de atonía de la demanda, ha sido menor que anteriormente.

En el recuadro 4 se analiza el fuerte descenso de las tasas de inflación en la zona del euro observado desde finales de 2011, y muestra que este descenso ha sido consecuencia, en gran medida, de la influencia de factores externos, como la moderada evolución de los precios de las materias primas y la apreciación del tipo de cambio. Aparte de estas influencias externas, la trayectoria desinflacionista también refleja la debilidad de la demanda interna en la zona, especialmente en países que han estado sometidos a presiones derivadas de los ajustes macroeconómicos.

#### Recuadro 4

### INFLUENCIA DE LOS FACTORES GLOBALES EN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

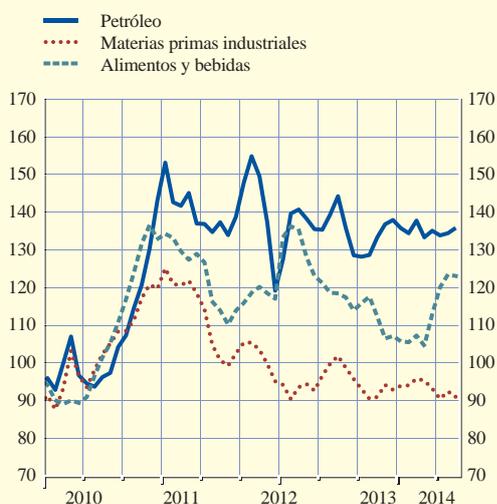
La inflación en la zona del euro se ha reducido más de 2 puntos porcentuales con respecto al último máximo registrado en octubre de 2011, hasta situarse en el 0,5 % en mayo de 2014. Este descenso se ha producido en un entorno de moderada actividad económica mundial y de evolución relativamente débil de los precios de las materias primas, mientras que los consiguientes efectos deflacionistas sobre la dinámica de los precios de la zona del euro se han visto aún más exacerbados por una apreciación nominal del euro. En este contexto, se analiza en el presente recuadro la evolución reciente de los determinantes globales de la inflación más relevantes, así como su impacto potencial en la tasa de inflación de la zona del euro.

#### Evolución reciente de los determinantes globales de la inflación en la zona del euro

El impacto desinflacionista de la evolución de los precios en la zona del euro derivado del entorno exterior observado en los dos últimos años refleja factores diferentes. Los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias se han mantenido, en general, relativamente estables en dólares tras la subida de los años anteriores, mientras que los precios de las materias primas industriales incluso han bajado desde finales de 2011 (véase gráfico A). La desaparición de las presiones alcistas generadas por estos factores se ha exacerbado por la apreciación nominal que ha experimentado el euro desde mediados de 2012, tanto frente al dólar estadounidense como en términos efectivos frente a las monedas de los principales socios comerciales (véase gráfico B). Además, la inflación se ha reducido, tanto en las economías emergentes como en las avanzadas desde finales de 2011 (véase gráfico C).

Gráfico A Precios del petróleo y de las materias primas no energéticas

(datos mensuales; en USD, índice 2010 = 100)



Fuentes: DataStream y HWWI.  
Nota: Observación más reciente: mayo de 2014.

Gráfico B Tipo de cambio nominal del euro

(datos mensuales; I 1999 = 100)



Fuentes: BCE y Bloomberg.  
Notas: Observación más reciente: mayo de 2014. El tipo de cambio efectivo se calcula frente a 19 socios comerciales.

Si bien una gran parte de este descenso en todas las economías guarda relación con el impacto a la baja que ha tenido sobre las tasas de inflación la relativa estabilidad de los precios de las materias primas, la moderación de las presiones inflacionistas a nivel mundial refleja también la existencia de capacidad productiva sin utilizar en diferentes partes del mundo<sup>1</sup>. Ello podría haber dado lugar a presiones a la baja sobre los precios tanto de los bienes intermedios como de los bienes finales importados a la zona del euro, más allá de las derivadas de la evolución de los precios de las materias primas y de los tipos de cambio.

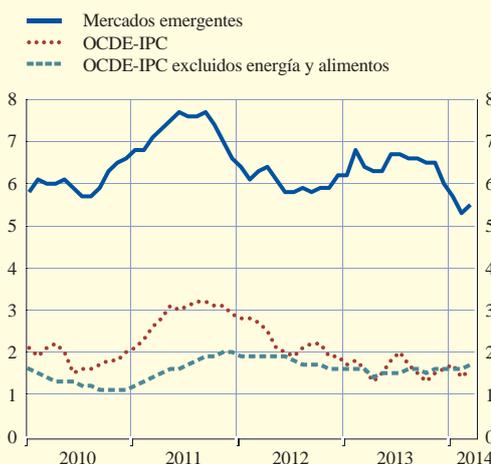
La influencia combinada de diferentes factores externos se refleja, en gran medida, en la evolución de los precios de importación (medidos en euros) de los bienes industriales (véase gráfico D). La tasa de crecimiento interanual de los precios de las importaciones provenientes de fuera de la zona del euro se ha reducido acusadamente desde octubre de 2011, de hecho, en torno a 12 puntos porcentuales. Este descenso estuvo determinado, principalmente, por el componente de energía (que representó alrededor del 70%), pero, sobre todo más recientemente, también por otros componentes. Por ejemplo, la tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo descendió alrededor de 5 puntos porcentuales en el período comprendido entre octubre de 2011 y marzo de 2014 y, habida cuenta de su ponderación en las importaciones totales de bienes industriales (aproximadamente un cuarto), este componente registró una notable contribución a la reciente caída de la inflación de los precios de importación.

### Impacto de los factores externos sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

Es difícil calibrar la importancia de los factores globales en relación con el descenso de la inflación de los precios de consumo de la zona del euro. En primer lugar, los diversos factores pueden estar interrelacionados y afectar a las variables internas a través de múltiples canales. En segundo

### Gráfico C Tasas de inflación globales

(datos mensuales: tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE, FMI-IFS y Haver Analytics.  
Notas: Observación más reciente: marzo de 2014.  
La serie de los mercados emergentes es una media ponderada por el PIB de 23 grandes economías emergentes.

### Gráfico D Contribuciones al descenso de la inflación de los precios de importación de los bienes industriales desde octubre de 2011

(datos mensuales; tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

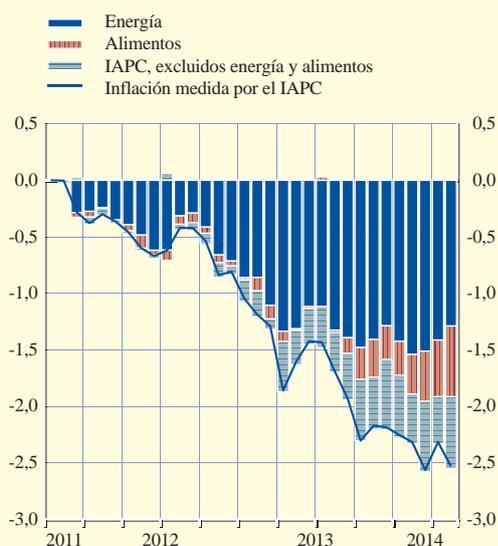


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Notas: Observación más reciente: marzo de 2014. La cobertura de los productos corresponde a la Clasificación Estadística de Productos por Actividades (CPA) 2008, secciones B, C y D, y se refiere a las importaciones de fuera de la zona del euro.

<sup>1</sup> Para más detalles sobre la inflación global, véase el recuadro titulado «Drivers of recent global inflation developments», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014.

### Gráfico E Contribuciones al descenso de la inflación medida por el IAPC desde octubre de 2011

(datos mensuales; tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Observación más reciente: mayo de 2014.

ilustra cómo los precios del crudo explican, en gran medida, la caída de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los combustibles líquidos, reflejando el paso de una fuerte contribución positiva a finales de 2011 a una contribución insignificante en las cifras más recientes, ya que los precios del crudo se han mantenido más bien estables últimamente. La apreciación nominal del euro frente al dólar estadounidense, el descenso de los márgenes y de los costes de refino y distribución, y la desaparición del impacto de los cambios en los impuestos<sup>2</sup> también tuvieron efectos desinflacionistas sobre la inflación de los precios de los combustibles.

Por lo que respecta al componente alimenticio del IAPC, ha representado el 25 % de la caída de la inflación de la zona del euro desde octubre de 2011. Esta caída refleja también el impacto a la baja de factores externos como los precios internacionales de las materias primas, en particular de los alimentos elaborados, en el IAPC<sup>3</sup>. Sin embargo, la pronunciada trayectoria descendente de la inflación de los precios de los alimentos en el IAPC en los últimos meses refleja, más bien, la corrección de las subidas de precios de los alimentos no elaborados relacionadas con las condiciones climatológicas en 2013.

Si bien la desaceleración de la inflación en los dos últimos años ha estado determinada principalmente por la evolución de los precios de la energía y los alimentos, el período más reciente revela, asimismo, una significativa contribución de los componentes correspondientes a los servicios y los

lugar, el impacto de esos factores sobre los precios de consumo de la zona del euro depende de la forma en que los productores y/o los minoristas ajusten sus márgenes como resultado de las variaciones de los costes.

Hasta cierto punto, la relevancia de los factores globales puede determinarse a partir de las contribuciones de cada uno de los componentes del IAPC a la inflación total medida por este índice (véase gráfico E), dado que algunos de ellos, especialmente la energía, son más sensibles que otros a los factores globales. A este respecto, la mayor parte de la caída de la inflación general en la zona del euro desde finales de 2011 ha sido atribuible al componente energético del IAPC (alrededor del 50 %).

Dentro del componente energético, es en particular en los combustibles líquidos en los que más influyen los factores externos a través de los precios del petróleo y del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense. El gráfico F

2 Véase un análisis más exhaustivo de la desagregación en el recuadro titulado «The evolution of consumer prices for oil products in 2011», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2012.

3 Véase el recuadro titulado «Food commodities and the common agricultural policy» en el artículo «Commodity prices and their role in assessing euro area growth and inflation», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2013.

bienes industriales no energéticos. En particular, los precios de este último componente son más sensibles a los factores externos, ya que varias partidas se importan directamente o se producen a escala nacional con un elevado contenido importado. Por el contrario, los servicios —aunque con algunas excepciones— tienden a verse más influidos por factores internos, como los costes laborales<sup>4</sup>. Además, los precios internos también pueden verse afectados por factores estructurales de la economía global, como los relacionados con la mayor movilidad de los factores, la mayor integración de los países de bajos costes en los mercados mundiales, las ganancias de eficiencia en función de los costes asociadas a la fragmentación de los procesos de producción y el aumento general de las posibilidades de comercializar y sustituir los bienes y servicios<sup>5</sup>.

### Conclusión

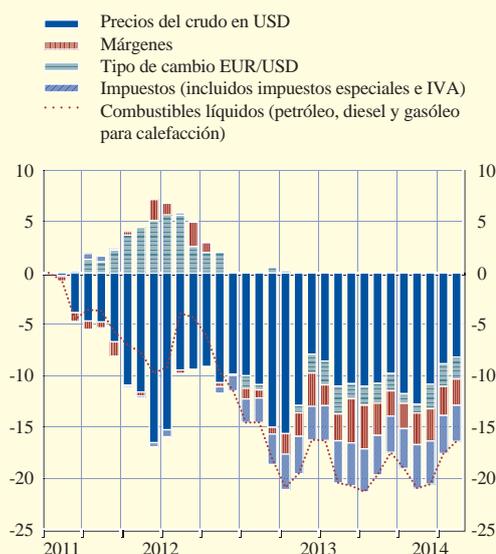
El descenso de la inflación en la zona del euro desde finales de 2011 se ha debido, en gran medida, a la influencia de factores externos, como la moderada evolución de los precios de las materias primas y la apreciación del euro. Es importante entender la naturaleza del proceso de desinflación, ya que un nivel reducido de inflación debido a la caída de los precios de las materias primas puede asociarse a un impacto positivo sobre el poder adquisitivo y la producción en la zona del euro, mientras que si las bajas tasas de inflación son el resultado de una apreciación del tipo de cambio, aunque fortalezcan la renta real disponible a corto plazo, pueden tener un impacto negativo en la competitividad. En cualquier caso, más allá de la influencia de factores externos, la senda desinflacionista iniciada a finales de 2011 refleja también la debilidad de la demanda interna dentro de la zona del euro.

4 Véase el recuadro titulado «Impacto de los servicios y de los bienes industriales no energéticos en el reciente descenso de la inflación medida por el IAPC», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2014.

5 Cada vez hay más evidencia empírica de que la fuerte interconexión de la economía global ha hecho que los factores globales influyan de forma más pronunciada en la inflación nacional (véase C. Borio y A. Filardo (2007), «Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation» *Working Papers* n.º 227; BPI; M. Ciccarelli y B. Mojon (2010), «Global inflation», *Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n.º 3, pp. 524-535).

**Gráfico F Contribuciones al descenso de la inflación de los precios de los combustibles líquidos desde octubre de 2011**

(datos mensuales; tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Bloomberg, Boletín semanal del Petróleo de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Observación más reciente: mayo 2014. Los márgenes incluyen los costes y márgenes derivados de los procesos de refinación y distribución.

## 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones latentes en la cadena de precios siguieron disminuyendo durante los cuatro primeros meses de 2014 (véanse cuadro 9 y gráfico 42). La moderación de las presiones inflacionistas a nivel de los productores refleja la debilidad de la demanda y una evolución contenida de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas. Las medidas del exceso de capacidad basadas en encuestas de opinión entre los productores de manufacturas de la zona del euro se han reducido con lentitud en los últimos

trimestres, aunque siguen siendo considerables. La tímida evolución de los precios industriales observada a principios de 2014 apunta a una respuesta algo retardada de los precios a la menor capacidad productiva sin utilizar, al menos en comparación con regularidades históricas. Además, los esfuerzos de los productores de la zona por mantener sus cuotas de mercado como consecuencia de la apreciación del euro desde mediados de 2012 también pueden haber moderado adicionalmente los precios industriales.

La tasa de variación del índice de precios industriales (excluida la construcción) ha seguido registrando tasas de crecimiento interanual negativas en 2014, y en abril se situó en el  $-1,2\%$ . Ese mes, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, fue del  $-0,3\%$ , una cifra prácticamente idéntica a la de meses anteriores.

Las presiones latentes sobre la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos medida por el IAPC siguen manteniéndose relativamente estables en niveles moderados. La tasa de crecimiento de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio siguió una continua tendencia a la baja en 2012 y principios de 2013, pero desde abril del año pasado se ha estabilizado en un nivel reducido, aunque ligeramente positivo. Los datos de encuestas recientes también indican unas presiones latentes contenidas y estables. El índice de directores de compras de comercio al por menor (PMI) relativo a los precios de los bienes intermedios de los establecimientos de venta de productos no alimenticios rondó (en términos de medias móviles de tres meses) su media histórica entre octubre de 2013 y abril de 2014, antes de descender hasta situarse por debajo de la media en mayo. En las primeras fases de la cadena de precios, las presiones latentes también han permanecido básicamente estables en unos niveles reducidos, y las tasas de variación interanual del índice de precios de producción de los bienes intermedios y de las materias primas han seguido oscilando dentro de bandas relativamente estrechas situadas en territorio negativo.

**Gráfico 42 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 43 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción**

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

Nota: Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución.

Las presiones latentes sobre la inflación de los precios de los alimentos medida por el IAPC han seguido una tendencia a la baja durante largo tiempo. Sin embargo, recientemente han aparecido algunas señales incipientes que indican que estas presiones han dejado de disminuir en las últimas fases de la cadena de precios. La tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes alimenticios aumentó hasta situarse en el 0,7 % en abril de 2014, desde el 0,3 % de marzo. Asimismo, los datos basados en encuestas procedentes del PMI relativo a los precios de los bienes intermedios de los comercios minoristas de alimentación, que en general han disminuido en 2014 en comparación con los valores observados a finales de 2013, se recuperaron en mayo. En las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios agrícolas en origen de la UE descendió en mayo, interrumpiendo la tendencia al alza observada en los primeros meses de 2014 que, no obstante, había dejado esta tasa en territorio negativo. La tasa de crecimiento interanual de los precios internacionales de las materias primas alimenticias en euros se redujo en mayo, si bien permaneció en niveles positivos después de registrar tasas interanuales negativas durante doce meses, hasta el pasado marzo.

Desde una perspectiva sectorial, los datos más recientes procedentes de encuestas confirman las presiones contenidas sobre los precios de los sectores manufacturero y de servicios. En mayo, tanto los índices PMI de precios de los bienes intermedios como los de precios de venta aumentaron en las manufacturas. En el caso del sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios también se incrementó, mientras que el índice de precios de venta experimentó un ligero descenso. Todos los subíndices continúan fluctuando próximos al umbral de 50 y por debajo de sus medias de largo plazo (véase gráfico 43). Según datos de la encuesta de la Comisión Europea, las expectativas de precios de venta para el conjunto de la industria (excluida la construcción) y de los servicios se incrementaron levemente en mayo y se situaron por debajo de sus medias de largo plazo.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos más recientes sobre costes laborales confirman que las presiones internas sobre los precios derivadas de los costes laborales se han mantenido contenidas, lo que es acorde con la debilidad del mercado de trabajo en la zona del euro (véanse cuadro 10 y gráfico 44). En el cuarto trimestre de 2013, el crecimiento interanual de los salarios se redujo a escala de la zona del euro, tanto si se mide en términos de la remuneración por asalariado como de la remuneración por hora trabajada. El patrón de crecimiento salarial en los países de la zona continúa ocultando divergencias sustanciales en la evolución de los salarios entre países.

**Cuadro 10 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2012	2013	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I
Salarios negociados	2,2	1,8	2,0	1,7	1,7	1,7	2,0
Remuneración por asalariado	1,9	1,6	1,7	1,7	1,8	1,5	.
Costes laborales por hora	2,6	1,9	3,1	1,6	1,8	1,3	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,0	0,4	0,0	0,5	0,6	1,0	.
Costes laborales unitarios	1,9	1,2	1,8	1,2	1,2	0,5	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

La remuneración por asalariado creció un 1,5%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2013, tras registrar un aumento del 1,8% en el tercer trimestre. Esta desaceleración fue generalizada en todos los sectores, salvo en el de servicios no de mercado (véase gráfico 45). El avance de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado en el sector de servicios no de mercado se debe fundamentalmente a la supresión de las medidas temporales de reducción de los salarios en los sectores públicos de algunos países de la zona del euro. Dejando a un lado este efecto, el crecimiento de la remuneración por asalariado se ha mantenido relativamente estable en los últimos trimestres, y es básicamente acorde con la de los salarios negociados de la zona, con una tasa de crecimiento que permaneció invariable, en el 1,7%, en el tercer y cuarto trimestre de 2013. La tasa de variación interanual de los salarios negociados fue del 2% en el primer trimestre de 2014, una evolución que es atribuible, en gran parte, a la influencia de factores transitorios en Alemania. El crecimiento de los salarios, medido por la remuneración por hora trabajada, se redujo hasta el 1,3% en el cuarto trimestre de 2013, frente al 1,8% del tercer trimestre.

**Gráfico 44 Indicadores de costes laborales**

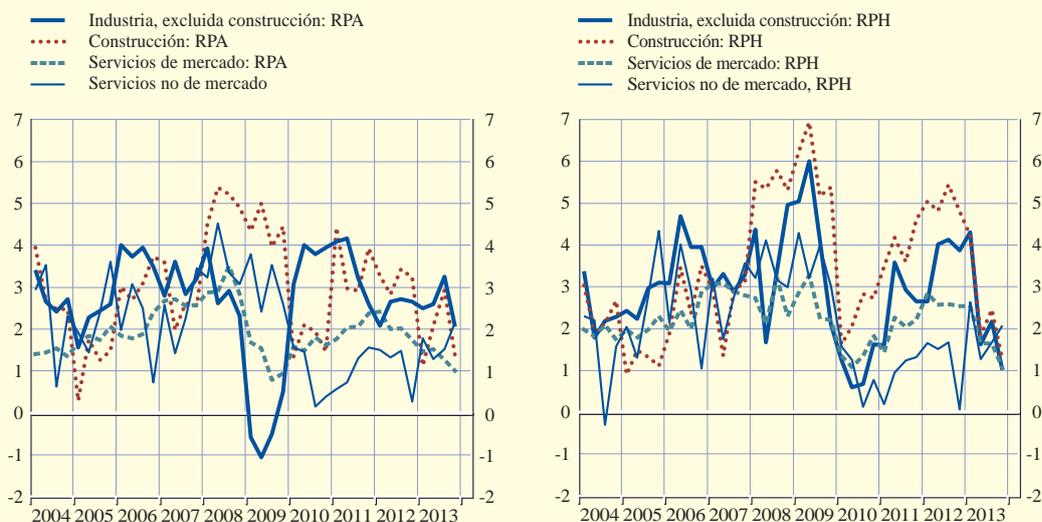
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

**Gráfico 45 Evolución de los costes laborales por sectores**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-18. RPA = remuneración por asalariado y RPH = remuneración por hora trabajada. Los «servicios no de mercado» incluyen actividades de las Administraciones Públicas y de instituciones privadas sin fines de lucro en áreas como educación o sanidad (aproximados por el agregado de las secciones O a Q de la clasificación NACE Revisión 2). Los «servicios de mercado» se definen como la diferencia con el total de servicios (secciones G a U de la clasificación NACE Revisión 2).

Esta persistente moderación del crecimiento de los salarios, unida al repunte de la productividad, dio como resultado un descenso gradual de la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios durante 2013. En el cuarto trimestre de ese año, la tasa de variación interanual de la productividad del trabajo se situó en el 1%, frente al 0,6% del trimestre anterior. El avance del crecimiento de la productividad, junto al menor aumento de la remuneración por asalariado, hizo que la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se redujera hasta el 0,5% en el cuarto trimestre de 2013.

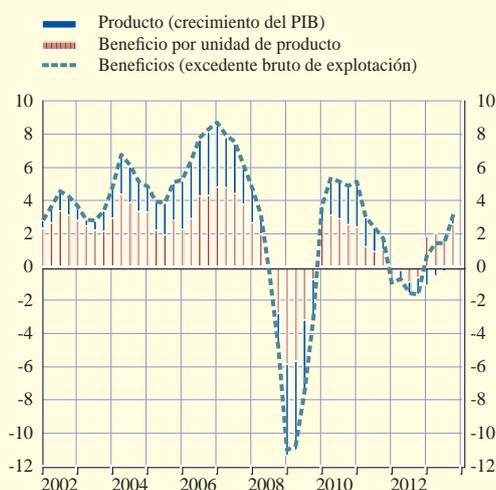
### 3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

El crecimiento de los beneficios empresariales (medidos en términos del excedente bruto de explotación) se fortaleció en 2013 tras la caída registrada en 2012 (véase gráfico 46). En términos interanuales, el crecimiento de los beneficios aumentó hasta situarse en el 3,1% en el cuarto trimestre de 2013, frente a unas tasas del 1,4% en los dos trimestres precedentes. El mayor avance de los beneficios observado durante el año reflejó un incremento del crecimiento del PIB y, de forma más acusada, de los beneficios unitarios (es decir, los beneficios por unidad de producto).

Por lo que respecta a los principales sectores económicos, el mayor crecimiento de los beneficios en 2013 estuvo impulsado por una mejora paulatina del sector de servicios de mercado y, más recientemente, por un fuerte repunte de la industria. El crecimiento de los beneficios en el sector de servicios de mercado fue del 2,4% en el cuarto trimestre de 2013, y el nivel de beneficios retornó al máximo alcanzado antes de la recesión, en el primer trimestre de 2008. El avance de los beneficios de la industria aumentó hasta situarse en el 4,8% en el cuarto trimestre de 2013, aunque si se tiene en cuenta la evolución más moderada y volátil de los beneficios observada en trimestres anteriores, el nivel de beneficios todavía no ha vuelto a situarse en el nivel máximo previo a la recesión.

**Gráfico 46 Desagregación del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro**

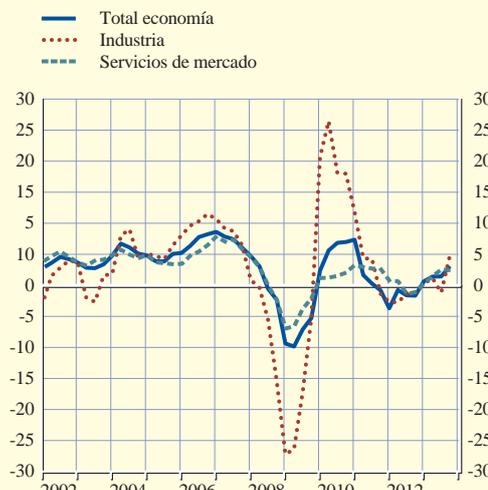
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

**Gráfico 47 Evolución de los beneficios en la zona del euro por principales ramas de actividad**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

### 3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A partir de la información actualmente disponible se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles reducidos durante los próximos meses y que aumente gradualmente en 2015 y en 2016.

Estas perspectivas son acordes con la valoración de que el riesgo de deflación en la zona del euro parece remoto en la coyuntura actual. En concreto, no se dispone de evidencia de que los precios hayan experimentado descensos sostenidos y generalizados, y las expectativas de inflación a medio y largo plazo para la zona del euro permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del BCE de mantener las tasas de inflación por debajo del 2 %, aunque próximas a este valor, en el medio plazo (véase recuadro 5).

En cuanto a las perspectivas a corto plazo relativas a los principales componentes del IAPC, las proyecciones indican que la tasa de variación interanual de los precios de la energía se mantendrá próxima a cero o será negativa durante este año, como consecuencia principalmente del descenso previsto de los precios del petróleo en euros. La previsión de caída de los precios de consumo del gas, tras la reducción de los precios en los mercados mayoristas, así como los recortes administrativos o relacionados con los impuestos en varios países, también contribuirán a moderar la inflación en el corto plazo.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se ha visto considerablemente influida por las condiciones climatológicas recientes y se espera que caiga hasta principios del verano, pero que vuelva a aumentar en los últimos meses del año, favorecida por efectos de base positivos, hasta alcanzar niveles próximos al 2 % en el segundo trimestre del año que viene.

Se prevé que la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados descienda en los próximos meses y que se estabilice en torno al 1,3 % en el segundo semestre de este año. La tendencia inicial a la baja refleja una traslación retardada de la caída de los precios agrícolas en origen de la UE registrada desde mayo de 2013. La estabilidad observada, en líneas generales, en las perspectivas relativas a la inflación de los precios de los alimentos elaborados para el año que viene oculta presiones a la baja tras las recientes reducciones de los precios agrícolas en origen de los productos lácteos, mientras que los precios de los cereales y los precios de importación del café y el cacao constituyen una fuente de presiones al alza.

Se espera que el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos repunte progresivamente en el segundo semestre de 2014 y alcance niveles próximos a su media de largo plazo en el segundo trimestre de 2015. La reducida inflación de este componente sigue reflejando la debilidad de la demanda de consumo y una evolución salarial contenida, en general, así como el impacto moderador de los precios de los bienes importados (asociado a la reciente apreciación del tipo de cambio del euro y a la reducida inflación mundial). La modesta aceleración prevista a partir del segundo semestre de 2014 refleja la previsión de mejora del consumo privado y del crecimiento de los salarios.

Las proyecciones indican que la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantendrá en niveles inferiores al 1,5 % en los próximos meses y que experimentará un aumento moderado en el cuarto trimestre de 2014. El ligero avance de la tasa de crecimiento de los precios de los servicios en los últimos meses de 2014 y posteriormente refleja básicamente el moderado aumento de la demanda y mayores subidas salariales en algunos países.

Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 0,7 % en 2014, el 1,1 % en 2015 y el 1,4 % en 2016. Las proyecciones señalan que la inflación interanual medida por el IAPC se situará en el 1,5 % en el último trimestre de 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, las previsiones de inflación para 2014, 2015 y 2016 se han revisado ligeramente a la baja. Las proyecciones están condicionadas a una serie de supuestos técnicos, entre los que se incluyen los tipos de cambio y los precios del petróleo, y la incertidumbre que rodea a las proyecciones aumenta con la duración del horizonte de proyección (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema»).

Se considera que los riesgos al alza y a la baja para las perspectivas de evolución de los precios son limitados y están, en general, equilibrados en el medio plazo. En este contexto, las posibles repercusiones de los riesgos geopolíticos y la evolución del tipo de cambio serán objeto de un estrecho seguimiento.

#### Recuadro 5

#### ¿RIESGO DE DEFLACIÓN?

En general, la inflación interanual medida por el IAPC se ha reducido significativamente en la zona del euro en los últimos años, desde el 3 % registrado en noviembre de 2011 hasta el 0,5 % de mayo de 2014<sup>1</sup>. En un entorno de crecimiento económico reducido y de escasa creación de dinero y crédito, esta caída ha propiciado debates respecto al grado de riesgo de deflación en la zona del euro.

En este contexto, es importante diferenciar entre las distintas definiciones del término deflación. Adoptando una definición muy estricta, algunos observadores hablan de deflación cuando la tasa de inflación interanual ha sido negativa durante un período de un trimestre. Sobre esta base, el FMI estimó recientemente el riesgo de deflación en la zona del euro para finales de 2014 en torno al 20 %<sup>2</sup>. No obstante, esas estimaciones son sumamente equívocas, ya que en ellas no se diferencia entre la naturaleza de las perturbaciones que determinan la inflación ni se examina la persistencia de la dinámica de precios.

Desde una perspectiva más amplia y significativa, es preferible tener en cuenta la naturaleza de las perturbaciones que reducen la inflación, el contexto económico más amplio y el comportamiento de las expectativas de inflación. De hecho, unas tasas de inflación negativas y sostenidas solo son preocupantes si dan lugar a efectos de retroalimentación negativos con la economía real. Por ejemplo, una deflación prolongada hace aumentar la carga en concepto de servicio de la deuda, y la reacción de las entidades de crédito, los hogares y las empresas genera, en potencia, efectos de retroalimentación negativos adicionales entre la economía real y el nivel de precios<sup>3</sup>.

Al evaluar el riesgo de deflación, es esencial identificar la naturaleza y la persistencia de los factores determinantes y, en particular, determinar hasta qué punto la evolución de la inflación puede atribuirse a

1 Basado en la estimación preliminar de Eurostat para mayo de 2014.

2 *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, abril 2014, p.15.

3 Para más información sobre el canal de deflación de la deuda, véase el recuadro titulado «Financial stability challenges posed by very low rates of consumer price inflation», *Financial Stability Review*, BCE, mayo 2014.

factores de oferta o de demanda. El índice general de precios puede tornarse negativo durante un breve período como resultado de perturbaciones transitorias por el lado de la oferta, como las fluctuaciones de los precios de las materias primas. Es lo que ocurrió en la zona del euro y en otros países, por ejemplo, en 2009. Sin embargo, el hecho de que la tasa de inflación interanual sea negativa durante un período no implica en sí que haya deflación, en un sentido económico significativo, a menos que las caídas de precios se tornen generalizadas y se consoliden en las expectativas de inflación<sup>4</sup>. Por ejemplo, si las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen estables, los altibajos en los precios de las materias primas solo producirán efectos transitorios en la inflación. Además, es crucial separar el impacto de las perturbaciones por el lado de la oferta resultantes de reformas estructurales que pueden tener implicaciones para la evolución de la inflación durante el horizonte temporal relevante para la política económica<sup>5</sup>. Si bien las reformas estructurales pueden dar lugar, inicialmente, a presiones a la baja sobre las tasas de inflación, que reflejan también mejoras de la economía por el lado de la oferta, es de prever que la inflación pueda repuntar con el tiempo a medida que se recupere gradualmente la demanda.

Entre los criterios empíricos que distinguen la deflación propiamente dicha de una evolución débil de los precios, de naturaleza menos preocupante, cabría señalar los siguientes:

- Una tasa de inflación de los precios de consumo interanual negativa durante un período prolongado.
- Una tasa de variación negativa de los precios de un conjunto amplio de componentes de la cesta de bienes y servicios.
- La pérdida de anclaje de las expectativas de inflación a más largo plazo y una caída muy por debajo de los niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del banco central.
- Tasas de crecimiento del PIB persistentemente muy bajas o negativas y/o tasas de desempleo elevadas y en aumento.

En el caso de la zona del euro, no hay que confundir los ajustes de los precios relativos con las variaciones generales del nivel de precios: para hablar con propiedad de deflación, es necesario que la caída generalizada y prolongada del nivel de precios afecte a todos los países. No existe riesgo de deflación propiamente dicha mientras que la inflación de la zona del euro, medida por el IAPC, sea compatible con la estabilidad de precios. La presencia de tasas de inflación negativas en algunos países puede, en ocasiones, ser coherente con el normal funcionamiento de una unión monetaria, en la medida en que contribuyen a recuperar la competitividad, es decir, pueden ser sintomáticas de ajustes de los precios relativos inducidos desde el lado de la oferta.

### Episodios históricos de deflación

La perspectiva histórica corrobora la idea de que la deflación debe definirse como una caída generalizada y prolongada del nivel de precios que se consolida en las expectativas de inflación reforzando, por ende, las tendencias negativas de los precios.

4 Una definición similar de deflación se presentó en «La política monetaria del BCE», BCE, Fráncfort del Meno, 2011.

5 La inflación interanual puede tornarse transitoriamente negativa como resultado de una evolución centrada en el ahorro de costes por el lado de la oferta. Entre otros ejemplos, cabe mencionar las fuertes mejoras de la productividad que no encuentren su correspondencia en aumentos proporcionales de los salarios, las rebajas de los aranceles o las variaciones de la relación real de intercambio debidas, por ejemplo, a una caída de los precios del petróleo. Véase también el recuadro titulado «El actual período de desinflación en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2009.

Desde la década de los cincuenta, algunas economías avanzadas han atravesado períodos de inflación interanual negativa, entre otras, Canadá, Hong Kong, Israel, Japón, Noruega, Suiza y Estados Unidos. Sin embargo, raras veces se han convertido en episodios de deflación propiamente dicha, ya que muchos de esos períodos fueron muy breves y tuvieron efectos más bien positivos sobre la economía real. En general, los episodios de inflación negativa inducidos por el lado de la oferta tendieron a generar, en el peor de los casos, costes económicos menores que los registrados en episodios inducidos principalmente por el lado de la demanda.

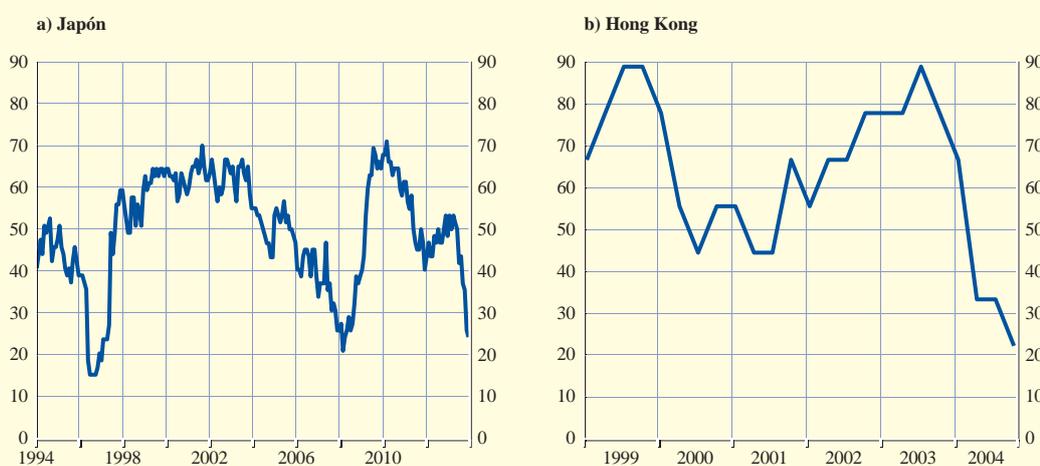
Los períodos de inflación negativa en Estados Unidos, Canadá y Noruega entre finales de los años cuarenta y mediados de los cincuenta, en Israel en 2003 y 2004, y en Suiza en 2009 y entre finales de 2011 y mediados de 2013, pueden considerarse merecedores del calificativo deflacionista solo desde un punto de vista técnico en sentido estricto. La caída de los precios se concentró en un porcentaje reducido de componentes y no tuvo un impacto significativo sobre el crecimiento del PIB o, en los casos en que se dispone de datos, sobre las expectativas de inflación en el medio a largo plazo. Si bien en los últimos años el caso de Suiza destaca como ejemplo de tasas de inflación persistentemente negativas o iguales a cero, los factores determinantes de esta evolución de los precios tuvieron su origen en factores externos más que en la debilidad de la demanda interna. De hecho, la economía suiza creció a un ritmo vigoroso durante este período.

En las economías avanzadas hay muy pocos casos recientes de deflación propiamente dicha. Los dos episodios de deflación más sobresalientes desde el final de la Segunda Guerra Mundial se han dado en Japón (1995-2013) y en Hong Kong (1999-2004). En ambos casos, la deflación fue provocada por una corrección de los precios inflados de los activos. De hecho, tras los auges insostenibles financiados con deuda, las caídas de los precios de los activos —y los consiguientes ajustes de los balances de los sectores público y privado— pueden ser una fuente más importante de persistente deflación que las perturbaciones convencionales de oferta y demanda<sup>6</sup>. En ambos episodios, la deflación fue

6 Véase también M. Bordo y A. Filardo «Deflation in a historical perspective», *Working Papers*, 186, BPI, 2005.

### Gráfico A Proporción de componentes con tasa de inflación interanual negativa durante los episodios de deflación de Japón y de Hong Kong

(porcentaje del total de componentes)

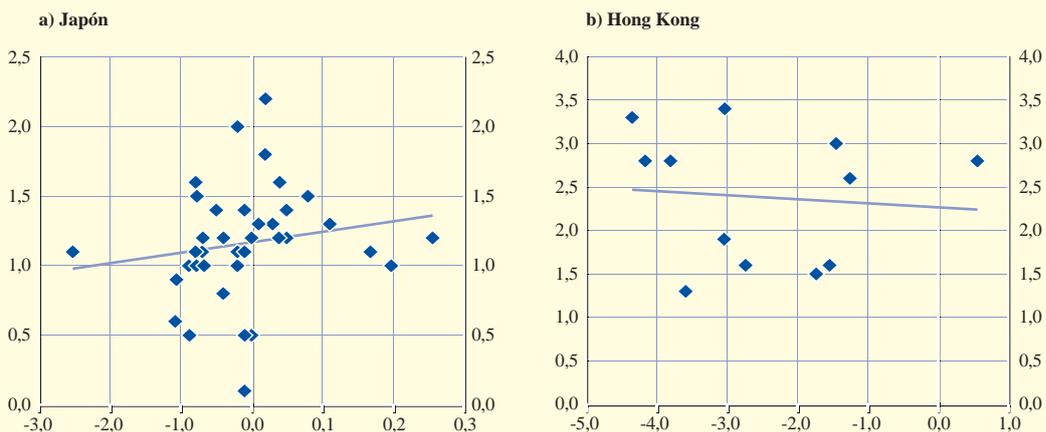


Fuentes: Ministerio de Asuntos Interiores y Comunicaciones de Japón y cálculos del BCE.  
Nota: El IPC incluye 62 componentes. Datos mensuales.

Fuentes: Departamento de Censo y Estadísticas de Hong Kong y cálculos del BCE.  
Nota: El IPC incluye nueve componentes. Datos trimestrales.

## Gráfico B Expectativas de inflación a largo plazo e inflación observada en Japón y en Hong Kong

(tasas de variación interanual; datos semestrales; eje de abscisas: inflación observada; eje de ordenadas: expectativas de inflación a largo plazo)



Fuentes: Consensus Economics, Ministerio de Asuntos Internos y Comunicaciones de Japón y cálculos del BCE.  
Nota: El período al que se refieren los datos comprende entre 1995 y 2013.

Fuentes: Consensus Economics, Departamento de Censo y Estadísticas de Hong Kong y cálculos del BCE.  
Nota: El período al que se refieren los datos comprende entre 1999 y 2004.

generalizada, registrándose continuas contribuciones negativas de un gran número de componentes subyacentes de bienes y servicios (véase gráfico A). Al mismo tiempo, estos dos episodios de tasas de inflación negativas y persistentes vinieron acompañados de un estancamiento de la actividad económica. Además, en el caso de Japón, las expectativas de inflación a largo plazo experimentaron un ligero desanclaje, aunque permanecieron en territorio positivo (véase gráfico B). Cabe señalar que Hong Kong es una pequeña economía abierta y que Japón podría servir como punto de referencia más útil para otras economías avanzadas.

### ¿Hay riesgo de deflación en la zona del euro?

Las bajas tasas de inflación que registra la zona del euro son el resultado de una confluencia de factores tanto de oferta como de demanda. Los factores de oferta globales, incluida una desaceleración de los precios de la energía y de los alimentos, han desempeñado el papel más importante. La apreciación del tipo de cambio efectivo del euro también ha contribuido al descenso de la inflación, ampliando el efecto de los precios de las materias primas. Asimismo, factores de ámbito local, como el impacto de las reformas estructurales en los mercados de trabajo y de productos, han coadyuvado al debilitamiento de las presiones inflacionistas. Al mismo tiempo, la inflación se ha visto afectada por factores de demanda, especialmente en los países en los que continúa la corrección de los excesos cometidos antes de la crisis. No obstante, a nivel agregado de la zona del euro, la situación actual no sugiere la inminencia de un episodio de deflación propiamente dicha por las siguientes razones:

- la proporción de componentes con tasas de crecimiento interanual negativas no es excepcionalmente elevada en comparación con anteriores episodios de desinflación (véase gráfico C);
- no existe evidencia de desanclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo. Tanto los indicadores basados en las encuestas como los del mercado —ya se trate de contratos de bonos

**Gráfico C** Proporción de componentes del IAPC con tasa de variación interanual negativa

(porcentaje del total de componentes)

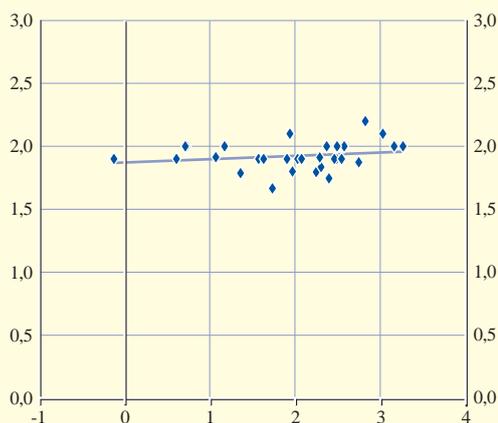


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Proporciones de 85 componentes con tasas de variación interanual inferiores a cero (sin ponderar). Datos mensuales que abarcan hasta abril de 2014.

**Gráfico D** Expectativas de inflación a largo plazo e inflación observada en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Consensus Economics, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El eje de abscisas corresponde a la inflación interanual observada, y el eje de ordenadas a las expectativas de inflación a largo plazo de seis a diez años elaboradas por Consensus Economics. El período de la muestra comprende desde abril de 1999 hasta abril de 2014. Datos semestrales.

o de *swaps*— se han mantenido en niveles compatibles con el objetivo de inflación del BCE (véase gráfico D)<sup>7</sup>;

- las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro sugieren que, aunque las presiones inflacionistas seguirán siendo moderadas durante un período prolongado, se prevé que la inflación medida por el IAPC aumentará gradualmente;
- además, se prevé una recuperación gradual del crecimiento económico, mientras que el desempleo se está reduciendo lentamente desde niveles elevados<sup>8</sup>.

Aunque en algunos países de la zona del euro se están produciendo ajustes significativos de los precios relativos, es muy improbable que esos procesos den lugar a una espiral deflacionista, dado que ya puede observarse que las ganancias de competitividad están respaldando las exportaciones.

## Conclusión

El término deflación hace referencia a una caída generalizada y duradera de los precios, con efectos negativos sobre el crecimiento económico. En el contexto de la zona del euro, los riesgos de deflación deben analizarse para la zona en su conjunto, teniendo en cuenta que, en el seno de una unión monetaria, la inflación negativa en algunos países puede reflejar variaciones de los precios relativos para recuperar competitividad.

7 Véase también el recuadro titulado «Results of the ECB Survey of Professional Forecasters for the second quarter of 2014», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2014.

8 Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2014.

Si se compara con episodios históricos de deflación propiamente dicha en economías avanzadas, el riesgo de deflación en la zona del euro parece remoto en la coyuntura actual. En particular, no hay evidencia de que vayan a producirse descensos sostenidos y generalizados de los precios, y las expectativas a medio y largo plazo siguen estando bien ancladas. Además, la recuperación económica sigue su curso en la zona del euro, contribuyendo a una gradual absorción de la capacidad productiva sin utilizar. Así pues, aunque el riesgo de deflación propiamente dicha en la zona del euro puede considerarse actualmente remoto, los períodos demasiado prolongados de tasas de inflación positivas, pero bajas, podrían ser también, en determinadas circunstancias, una fuente de preocupación que requeriría una respuesta apropiada.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

*El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de este año. Este aumento confirmó la recuperación gradual en curso, aunque fue algo más débil de lo esperado. Los resultados más recientes de las encuestas señalan un crecimiento moderado también en el segundo trimestre de 2014. De cara al futuro, varios factores deberían seguir respaldando la demanda interna, entre ellos la orientación acomodaticia de la política monetaria, las mejoras observadas en las condiciones de financiación que se están trasladando a la economía real, los avances en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales, y el incremento de la renta real disponible atribuible al descenso de los precios de la energía. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo han mostrado algunas señales adicionales de mejora, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado y, en general, la capacidad productiva sin utilizar continúa siendo considerable. Por otra parte, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado siguió siendo negativa en abril, y es probable que los necesarios ajustes de los balances de los sectores público y privado sigan afectando al ritmo de la recuperación económica.*

*La valoración de que se está registrando una moderada recuperación también se ve reflejada en las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que el PIB real aumente un 1% en 2014, un 1,7% en 2015 y un 1,8% en 2016. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, la previsión de crecimiento del PIB real para 2014 se ha revisado a la baja, mientras que la correspondiente a 2015 se ha revisado al alza. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.*

### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES QUE LA DEMANDA

El PIB real volvió a aumentar un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014, tras un crecimiento positivo en los tres trimestres anteriores (véase gráfico 48). Este aumento tuvo su origen en las contribuciones positivas de la demanda interna y de la variación de existencias, posteriores a la aportación negativa de esta última variable en el último trimestre del año pasado. Si bien la demanda interna contribuyó positivamente al crecimiento a escala de la zona del euro, su evolución fue más débil en algunos países, como consecuencia principalmente de un comportamiento peor de lo esperado del consumo privado y de la inversión. Sin embargo, se considera que parte de esta debilidad es transitoria y que se debe a un bajo consumo de energía (atribuible a las suaves temperaturas del invierno) y a la adopción de medidas fiscales (que afectan al perfil del crecimiento del consumo privado). La demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento en el primer trimestre, dado que el crecimiento de las importaciones superó el de las exportaciones.

A pesar de que el crecimiento en el primer trimestre fue algo menor de lo previsto, los últimos indicadores económicos apuntan a un mantenimiento de la moderada recuperación actual. En particular, los factores determinantes del prolongado período de crecimiento negativo observado entre finales de 2011 y principios de 2013 están invirtiendo su efecto y empezando a sostener en mayor medida el crecimiento. La confianza empresarial ha ido en aumento desde finales de 2012, mientras que la de los consumidores ha mostrado subidas incluso mayores, situándose ahora en niveles anteriores a la crisis. Esta evolución se ha producido en un entorno caracterizado por una menor incertidumbre macroeconómica, una mejora de las condiciones de financiación y un mayor crecimiento de la renta real. La recuperación económica también se ha visto favorecida por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por los avances realizados hasta la fecha en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales.

Los datos más recientes procedentes de encuestas son coherentes con el mantenimiento de un crecimiento moderado en el segundo trimestre de 2014. Tanto el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea como el índice PMI compuesto de producción se situaron, en promedio, en abril y mayo en niveles superiores a las medias del primer trimestre de este año. Se prevé que el crecimiento siga siendo moderado a lo largo de 2014, antes de registrar un ligero avance en 2015 (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro»).

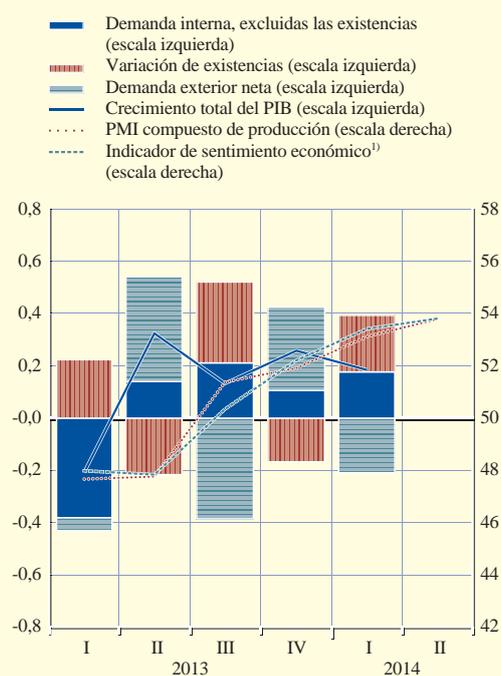
### CONSUMO PRIVADO

El consumo privado se incrementó un 0,1 % en el primer trimestre de 2014, tras tres trimestres de crecimiento moderado. Este incremento refleja plenamente el aumento registrado en el consumo de bienes al por menor, que se vio contrarrestado en cierta medida por el descenso observado en el consumo de servicios y en la adquisición de automóviles. Parece que parte de la debilidad del gasto en consumo durante el primer trimestre tuvo un carácter transitorio. En primer lugar, el consumo de servicios se vio afectado negativamente por el bajo consumo de energía, que fue resultado del invierno tan benigno registrado en Europa. En segundo lugar, la subida del tipo del IVA en un país, junto con estímulos fiscales a la venta de automóviles en un par de países, también influyó en el crecimiento del consumo en el primer trimestre y, por lo tanto, en su perfil. Efectivamente, la evolución reciente de los indicadores de corto plazo y de las encuestas apuntan, en general, a una ligera recuperación del consumo, que sería compatible con un crecimiento moderado del gasto de los hogares en el segundo trimestre de este año.

Si se considera un período más largo, el fortalecimiento de la dinámica subyacente del consumo privado que se inició en el segundo trimestre de 2013 ha reflejado principalmente la evolución de la renta real disponible. La renta agregada, que durante un largo período se ha visto mermada por la caída del empleo, está viéndose favorecida cada vez más por unos mercados de trabajo más estables y por una moderación de la carga fiscal. Además, la baja inflación, que, a su vez, se debe fundamentalmente al descenso de los precios de la energía, ha beneficiado a las rentas reales (véase recuadro 6). De hecho, en el último trimestre de 2013 la renta real disponible se situó un 0,6 % por encima del nivel de un año antes. Este es el primer incremento interanual desde el segundo trimestre de 2011, y representa una clara mejora con respecto al segundo trimestre de 2012 y principios de 2013, cuando la renta se redujo, en promedio, casi un 2 %, en tasa interanual. Como resultado de la evolución reciente, la tasa de ahorro de los hogares aumentó, aunque se mantuvo próxima a sus mínimos históricos.

**Gráfico 48 Crecimiento del PIB real y contribuciones, PMI compuesto de producción e indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea**

(tasa de crecimiento intertrimestral; contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; índices; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, Markit, encuestas de opinión de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

1) El indicador de sentimiento económico está normalizado con la media y la desviación típica del PMI durante el período que se muestra en el gráfico.

Recuadro 6

TENDENCIAS RECIENTES DE LA RENTA REAL DISPONIBLE DE LOS HOGARES

Tras un prolongado período de descenso, la renta real disponible de los hogares de la zona del euro registró su primer crecimiento interanual positivo en el cuarto trimestre de 2013, aumentando un 0,6%, frente a la caída del 0,3% observada en el tercer trimestre. Entre los principales factores que contribuyeron a esta mejora se encuentran el incremento de la remuneración de los asalariados y de las rentas de la propiedad netas obtenidas. La reciente desaceleración de la tasa de variación de los precios de consumo ha tenido también un efecto positivo en la evolución reciente de la renta real disponible de los hogares.

La renta disponible de los hogares ha aumentado recientemente

Después de un largo período de evolución negativa o nula tanto de la renta nominal como de la renta real disponible de los hogares, la primera retornó a un crecimiento positivo a lo largo de 2013. La tasa de crecimiento interanual de la renta nominal disponible de los hogares de la zona del euro se situó en el 1,5% en el cuarto trimestre de 2013, frente al 1% registrado en el tercero, como consecuencia de la recuperación del PIB real (véase gráfico A).

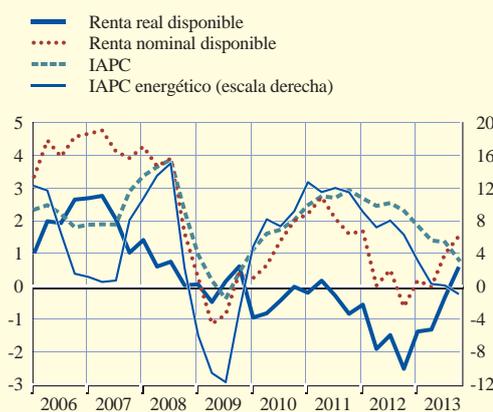
Debido a la prolongada caída del empleo y a la negativa o débil evolución de los salarios reales, la renta real disponible de los hogares de la zona del euro siguió una tendencia a la baja desde el primer trimestre de 2010 hasta el tercer trimestre de 2013, cuando se situó un 2,5% por debajo del valor registrado en el tercer trimestre de 2009. Sin embargo, respaldada por la positiva evolución de los principales componentes de la renta bruta y de los efectos menos negativos de los impuestos indirectos, así como por la desaceleración de la inflación de los precios de consumo, la tasa de crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares ha pasado a ser positiva recientemente, aumentando un 0,6% en el cuarto trimestre de 2013.

El fortalecimiento del crecimiento de la renta nominal disponible bruta en el cuarto trimestre de 2013 benefició principalmente al sector hogares a través de la aceleración de la remuneración de los asalariados (cuya contribución positiva al crecimiento de la renta disponible aumentó 0,4 puntos porcentuales), una contribución más elevada derivada de las rentas de la propiedad obtenidas y de las prestaciones sociales netas (incrementándose la contribución respectiva 0,1 puntos porcentuales). Lo anterior, sumado a un efecto menos negativo de los impuestos directos (0,2 puntos porcentuales), compensó con creces la menor contribución positiva del excedente bruto de explotación y de la renta mixta<sup>1</sup>

1 Los principales componentes del excedente bruto de explotación y de la renta mixta son las ganancias de los trabajadores autónomos y la renta real imputada de las viviendas en propiedad.

Gráfico A Renta disponible de los hogares, IAPC e IAPC energético en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

(0,2 puntos porcentuales) y los ligeramente inferiores ingresos netos por intereses en el contexto de tipos de interés, en general, reducidos (véase gráfico B).

Además, la desaceleración de la tasa de variación de los precios de consumo supuso aproximadamente un 40% de la recuperación de la renta real disponible de los hogares. La inflación de la zona del euro medida por el IAPC ha caído gradualmente desde los elevados niveles observados a finales de 2011. La reducción de la inflación en la zona del euro se ha debido, en gran medida, a factores externos tales como el descenso de los precios de la energía y de las materias primas y la evolución del tipo de cambio. El poder adquisitivo de los hogares también se ha visto fortalecido por estos factores que, en igualdad de condiciones, deberían sostener el consumo.

### Patrones heterogéneos en los distintos países

Los patrones han sido marcadamente diferentes entre los distintos países. Los países no sometidos a tensiones (a saber, Alemania, Francia, Países Bajos, Austria y Finlandia<sup>2</sup>) han experimentado un sólido crecimiento de la renta disponible de los hogares desde 2010, mientras que los países sometidos a tensiones (es decir, Italia, España, Grecia, Irlanda, Portugal y Eslovenia) registraron una prolongada reducción de la renta desde 2009 hasta el tercer trimestre de 2013. Esta reducción solo se vio interrumpida brevemente por los aumentos del excedente bruto de explotación y de la renta mixta entre el segundo y el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico C). En estos últimos países, el reequilibrio de los costes nominales estuvo respaldado por un ajuste a la baja de los salarios en 2012 y por un incremento moderado a finales de 2013.

Recientemente, la renta disponible de los hogares en los países sometidos a tensiones ha mostrado señales de estabilización, con el crecimiento de la renta nominal pasando a ser positivo en el cuarto trimestre de 2013 por primera vez desde finales de 2011, debido a la desaparición de las importantes contribuciones negativas de la remuneración de los asalariados y de las rentas de la propiedad. Aunque el ritmo de descenso de la renta real disponible de los hogares en dichos países se ha ralentizado de forma acusada desde mediados de 2013, su crecimiento fue todavía ligeramente negativo en el cuarto trimestre de 2013 (-0,4%, en términos interanuales).

Si se desagregan la evolución de las rentas del trabajo en contribuciones del empleo y de los salarios (remuneración por asalariado), se observa que la estabilización de las rentas en los países sometidos a tensiones observada a finales de 2013 tuvo su origen en una significativa desaceleración de la caída del

### Gráfico B Renta disponible de los hogares y sus componentes

(tasa de crecimiento interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

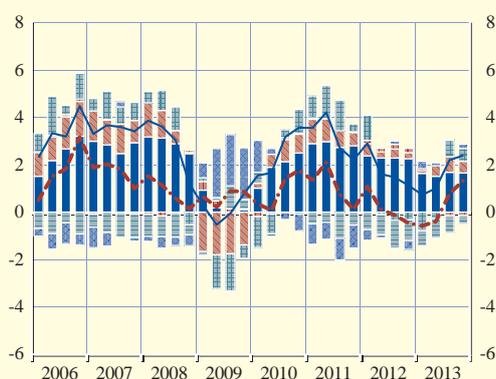
2 Obsérvese que los datos de las cuentas trimestrales sectoriales no están disponibles para todos los países de la zona del euro.

**Gráfico C Renta disponible de los hogares y componentes en países no sometidos y sometidos a tensiones**

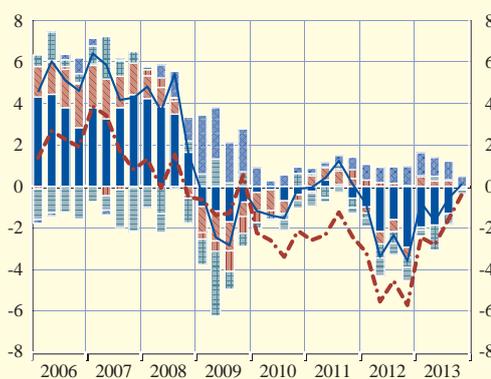
(tasa de crecimiento interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Remuneración de los asalariados
- Ingresos netos por intereses
- Impuestos directos
- Renta nominal disponible
- Excedente bruto de explotación y renta mixta
- Otras rentas de la propiedad
- Prestaciones sociales netas
- Renta real disponible

**a) No sometidos a tensiones**



**b) Sometidos a tensiones**



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

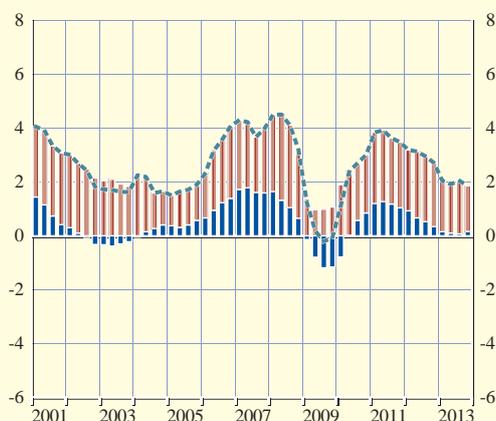
Notas: Los datos de las cuentas trimestrales sectoriales no están disponibles para todos los países de la zona del euro. Así pues, el agregado de las economías no sometidas a tensiones se refiere a Alemania, Francia, Países Bajos, Austria y Finlandia; y el de las economías sometidas a tensiones a Italia, España, Grecia, Irlanda, Portugal y Eslovenia.

**Gráfico D Empleo y remuneración nominal en países no sometidos y sometidos a tensiones**

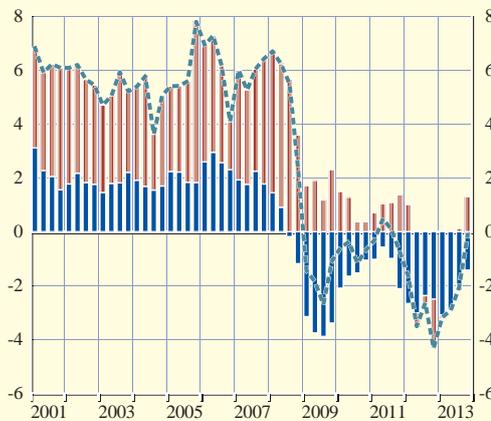
(tasas de crecimiento interanual)

- Empleo
- Remuneración por asalariado
- Remuneración de los asalariados

**a) No sometidos a tensiones**



**b) Sometidos a tensiones**



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de las cuentas trimestrales sectoriales no están disponibles para todos los países de la zona del euro. Así pues, el agregado de las economías no sometidas a tensiones se refiere a Alemania, Francia, Países Bajos, Austria y Finlandia; y el de las economías sometidas a tensiones a Italia, España, Grecia, Irlanda, Portugal y Eslovenia.

empleo y en un incremento de los salarios nominales (véase gráfico D). No obstante, el incremento de la remuneración por asalariado en las economías sometidas a tensiones, en términos anuales, también es consecuencia de un efecto de base que refleja la desaparición de las medidas adoptadas en algunos países en 2012. Por lo tanto, el reequilibrio en la zona del euro, es decir, las necesidades pendientes de llevar a cabo ajustes en la competitividad, puede que aún no haya acabado. Esto también se sugiere en un reciente análisis del reequilibrio actual de la balanza por cuenta corriente en la zona del euro efectuado desde una perspectiva sectorial<sup>3</sup>.

### **El ajuste de los costes laborales en los países sometidos a tensiones mejoró la competitividad**

El patrón de un prolongado descenso de los costes laborales en los países sometidos a tensiones observado desde 2009 a 2013 podría, de hecho, haber respaldado la evolución de la renta total en el medio plazo. A pesar del negativo impacto directo del ajuste a la baja de los precios sobre la renta de los hogares entre el segundo trimestre de 2012 y el segundo trimestre de 2013, esta reducción puede haber contribuido a evitar una caída aún mayor del empleo. Además, al ayudar a los países a recuperar competitividad, es probable que el ajuste haya evitado una disminución más duradera de la renta disponible de los hogares. Del mismo modo, dicho ajuste nominal podría también haber sostenido el proceso de desapalancamiento al mitigar las pérdidas de empleo. La evidencia disponible muestra que se está produciendo un desapalancamiento en el sector privado no financiero<sup>4</sup>. Especialmente, parece haberse desarrollado de manera más rápida en aquellos países en los que la acumulación de deuda fue mayor en el período previo a la crisis y el impacto de la crisis fue más severo.

### **Conclusiones**

Tras cuatro años de descensos, la renta real disponible de los hogares de la zona del euro aumentó en el cuarto trimestre de 2012. La debilidad de la tendencia de la renta disponible de los hogares en la zona del euro durante los últimos años refleja patrones heterogéneos en los distintos países. La positiva evolución de los principales componentes de la renta a finales de 2013, que se vio favorecida por la recuperación del PIB real, se sumó a una desaceleración de la tasa de variación de los precios de consumo. En particular, los bajos precios de la energía y de las materias primas están fortaleciendo el poder adquisitivo de los hogares y, en igualdad de condiciones, deberían respaldar el avance del consumo. Una recuperación sostenida del crecimiento de la renta real disponible debería ayudar a reforzar el balance de los hogares (es decir, permitiría a los hogares reducir aún más su endeudamiento) y podría proporcionar un impulso adicional al consumo privado. Estas señales podrían verse reflejadas ya en la reciente subida de la confianza de los consumidores y de las ventas del comercio al por menor.

3 Véase la versión en inglés de los cuadros titulados, «Sectoral contributions to rebalancing within the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2013, y «To what extent has the current account adjustment in the stressed euro area countries been cyclical or structural?», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2014.

4 Véanse la versión en inglés de los cuadros titulados, «Integrated euro area accounts for the fourth quarter of 2013», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2014, y «Deleveraging patterns in the euro area corporate sector», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014.

Por lo que respecta a la dinámica a corto plazo en el segundo trimestre de 2014, los indicadores tanto cuantitativos como cualitativos sugieren, en promedio, un crecimiento moderado del gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor aumentaron de nuevo un 0,3 %, en tasa intermensual, en marzo, lo que generó un efecto arrastre positivo sobre el crecimiento del 0,2 % en el segundo trimestre. Además, el PMI del comercio al por menor se elevó en abril de 2014 hasta alcanzar un nivel compatible

con el crecimiento, lo que constituye su mejor dato desde abril de 2011. Esta evolución representa una clara mejora con respecto al primer trimestre, cuando el índice aún indicaba una contracción de las ventas. Durante los dos primeros meses del segundo trimestre, el indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea se mantuvo, en promedio, prácticamente sin cambios en relación con el trimestre anterior y por encima de su media de largo plazo. Además, en abril las matriculaciones de automóviles registraron un avance superior al 2% intermensual, lo que supone un inicio positivo para el segundo trimestre. Este moderado repunte se produce después de un primer trimestre débil y de un cuarto trimestre del año pasado fuerte, y se debe principalmente a diversas medidas de carácter fiscal adoptadas en algunos países de la zona del euro. Las encuestas indican que es probable que las adquisiciones de automóviles y de otros bienes de precio elevado mantengan su debilidad en los próximos meses. En abril y mayo, el indicador de la Comisión Europea de grandes compras esperadas se situó, en promedio, solo ligeramente por encima del valor correspondiente al primer trimestre, permaneciendo así muy por debajo de su media de largo plazo. Sin embargo, conviene ser cautos a la hora de interpretar la evolución de este indicador, pues parece que su correlación con el consumo de bienes duraderos ha descendido desde el inicio de la crisis. Finalmente, el indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro de la Comisión Europea, que ofrece una guía razonablemente buena de la evolución tendencial del gasto en vivienda, mejoró nuevamente en mayo. El índice, que ha seguido una tendencia al alza desde comienzos de 2013, se sitúa actualmente en su nivel más alto desde octubre de 2007, lo que sugiere una moderada mejora adicional de la dinámica subyacente del consumo (véase gráfico 49).

**Gráfico 49 Ventas del comercio al por menor, PMI del comercio al por menor e indicadores de confianza**

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.

- 1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables; incluido el combustible.
- 2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.
- 3) Índice de directores de compras; desviaciones del valor 50.

## INVERSIÓN

La formación bruta de capital fijo de la zona del euro siguió recuperándose en el primer trimestre de 2014 y aumentó un 0,3% en términos intertrimestrales, lo que supone que ha venido creciendo por cuarto trimestre consecutivo. La gradual recuperación de la inversión es atribuible a la mejora de la demanda, de los beneficios y de las condiciones de financiación, así como de la confianza. Sin embargo, al igual que en las recuperaciones que se produjeron después de crisis financieras anteriores, el repunte es bastante contenido; el nivel de inversión en el primer trimestre se mantuvo casi un 20% por debajo del máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008.

Todavía no se dispone de la desagregación de la formación de capital para el primer trimestre de 2004. No obstante, los indicadores de corto plazo sugieren un leve crecimiento de la inversión, excluida la construcción, que representa la mitad de la inversión total, ya que la producción de bienes de equipo se incrementó y la utilización de la capacidad productiva volvió a aumentar en el primer trimestre. Los datos procedentes

de encuestas, como el índice PMI de las manufacturas y el indicador de confianza de la Comisión Europea relativo a los bienes de equipo, mejoraron, en general, entre enero y marzo de 2014. Sin embargo, el probable aumento total oculta una evolución divergente entre los países más grandes de la zona del euro, de modo que la inversión en construcción creció en Alemania, pero se redujo en Francia y en los Países Bajos.

Por lo que se refiere a la inversión en construcción, tanto residencial como no residencial, es probable que haya registrado un avance significativo en la zona del euro en su conjunto, como prueba el acusado avance intertrimestral de la producción de la construcción en el primer trimestre, especialmente debido a la construcción de edificios. El crecimiento de la inversión en construcción en el primer trimestre del año se vio respaldado, no obstante, por las suaves temperaturas registradas en algunos países de la zona del euro. La evolución de la inversión en construcción siguió siendo muy diferente entre los distintos países, como consecuencia de las diversas condiciones existentes en los mercados inmobiliarios.

En cuanto al segundo trimestre de 2014, los pocos indicadores adelantados disponibles para la zona del euro apuntan a un moderado crecimiento de la formación de capital, excluida la construcción. La tasa de utilización de la capacidad productiva se redujo marginalmente en el segundo trimestre. Los valores de mayo correspondientes al PMI de las manufacturas y a su componente de nuevos pedidos registraron un ligero descenso, aunque se mantuvieron por encima de sus medias de largo plazo, y los datos procedentes de las encuestas de la Comisión Europea sobre la valoración que realizan las empresas de sus Carteras de pedidos y sus expectativas de producción mostraron una mejora adicional hasta mayo. Por otra parte, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro llevada a cabo en el segundo trimestre de 2014 señala un nuevo relajamiento de las condiciones de financiación del crédito concedido con fines de inversión. Para 2014 en su conjunto, la encuesta semestral de inversiones industriales de la Comisión Europea sugiere que las empresas prevén que, en la zona del euro, la inversión industrial crezca un 5 %, mejorando las expectativas tanto para las grandes como para las pequeñas y medianas empresas, si bien se mantiene la heterogeneidad entre los distintos países (véase recuadro 7).

#### Recuadro 7

##### **EVIDENCIA SOBRE LA EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN LAS PYMES Y EN LAS GRANDES EMPRESAS PROCEDENTE DE ENCUESTAS**

Este recuadro informa de la evolución de la inversión en la zona del euro y en los distintos países que la integran, basándose en encuestas, sobre todo en la última encuesta semestral de inversiones industriales de la Comisión Europea. También se examinan los factores determinantes de la inversión en las pymes y en las grandes empresas de la zona del euro, basándose en los resultados de la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación. Si bien la situación económica y financiera de la zona del euro ha mejorado, lo que debería allanar el camino para una recuperación de la inversión industrial en términos reales, las condiciones para las pymes siguen siendo menos favorables que para las grandes empresas.

##### **Evolución actual de la inversión en la zona del euro y en los países que la integran**

Según la reciente encuesta semestral de inversiones industriales de la Comisión Europea, la inversión real del sector manufacturero de la zona del euro se redujo aproximadamente un 3 % en 2013,

y se espera que aumente en torno a un 5% en 2014 (véase gráfico A). Los resultados de la encuesta, publicada a finales de abril de 2014, apuntan a una valoración ligeramente más optimista para 2014 que los de la encuesta anterior, que se publicó en noviembre de 2013 y sugería un incremento del 4%<sup>1</sup>. Esta última valoración está básicamente en línea con la proyección relativa a la inversión real en bienes de equipo de las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea para este año y ligeramente por encima de la previsión de la inversión total, en términos reales, que figura en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas amplio llevado a cabo por el Eurosistema de junio de 2014 (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro»).

Si se consideran los países concretos de la zona del euro se observa que, si bien la encuesta de inversiones de la Comisión Europea sugiere que en la mayoría de los países se prevé un aumento de la inversión en 2014, en comparación con 2013, sigue existiendo una importante heterogeneidad entre ellos (véase gráfico B). Para la mayoría de los países, existen similitudes sobre todo entre los

Gráfico A Planes de inversión industrial en la zona del euro e inversión real en bienes de equipo

(tasas de variación interanual, volumen)



Fuentes: Comisión Europea y encuesta de inversiones de la Comisión Europea.  
Notas: Para cada año, las cuatro encuestas de la Comisión Europea se representan en barras de color azul claro. Los datos correspondientes a la inversión real en bienes de equipo se refieren a los resultados registrados hasta 2013 y una proyección para 2014.

1 Para un análisis de la anterior encuesta semestral de inversiones industriales de la Comisión Europea, véase el recuadro titulado «Business investment – signs of a modest recovery ahead», en la versión en inglés del *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2014.

Gráfico B Planes de inversión industrial en los países de la zona del euro

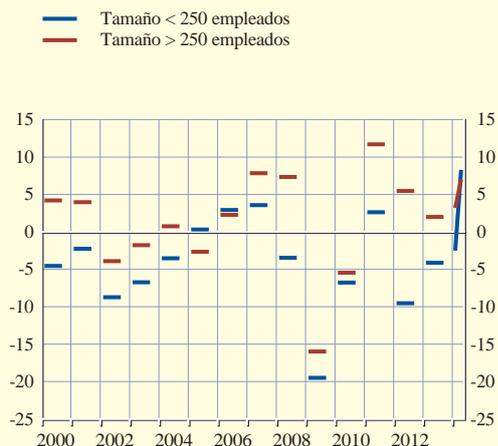
(tasas de variación interanual; volumen)



Fuente: Encuesta de Inversiones de la Comisión Europea, abril de 2014.  
Notas: EE: 378 (2014) y 168 (2013); SI: 68 (2014).

**Gráfico C Planes de inversión industrial en la zona del euro por tamaño de las empresas**

(tasas de variación interanual, volumen)



Fuente: Encuesta de inversiones de la Comisión Europea.  
Nota: Las líneas horizontales representan medias de los resultados de las cuatro encuestas para cada año. Solo en el caso de 2014 se muestran los resultados individuales de las encuestas correspondientes a noviembre de 2013 y abril de 2014.

**Gráfico D Inversión total, utilización de la capacidad productiva y excedente bruto de explotación**

(tasas de variación interanual, volumen, porcentaje)



Fuentes. Eurostat y Comisión Europea.

planes de inversión industrial y la proyección sobre la inversión real en bienes de equipo de la Comisión Europea en cuanto a la evolución esperada de la inversión.

La encuesta de la Comisión Europea también muestra que, en comparación con la encuesta anterior correspondiente a noviembre de 2013, se produjo una fuerte revisión al alza (del -3 % al 8 %) en la cifra relativa a las expectativas de inversión para 2014 de las pymes de la zona del euro, es decir, de las empresas que emplean a menos de 250 trabajadores (véase gráfico C). La cifra correspondiente a los planes de inversión de las grandes empresas también ha seguido aumentando, aunque a un ritmo más moderado, situándose en el entorno del 7 % en el año 2014 en su conjunto. Esta cifra parece indicar que la situación está retornando gradualmente a la normalidad en las dos categorías de empresas en términos de recuperación de beneficios, de señales de que se está reduciendo la capacidad productiva sin utilizar, de menor incertidumbre y de mejora del acceso a la financiación<sup>2</sup>.

Efectivamente, el excedente bruto de explotación está creciendo en la zona del euro a un ritmo ligeramente más rápido que las tasas medias de crecimiento a largo plazo (véase gráfico D), lo que apunta a una disponibilidad creciente de financiación interna para los proyectos de inversión. Además, la capacidad ociosa del sector industrial está disminuyendo a medida que la utilización de la capacidad productiva en las manufacturas aumenta gradualmente hacia las medias de largo plazo.

Este incremento de la capacidad productiva indica la necesidad creciente de las empresas de ampliar su *stock* de capital<sup>3</sup>. Según la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014 llevada a cabo por el BCE, las condiciones de financiación también han mejorado progresivamente, relajándose los criterios de aprobación del crédito establecidos por las entidades de crédito y registrando un aumento

2 Para un análisis detallado de los factores determinantes de la debilidad de la inversión, véase el recuadro titulado «Factors behind the fall and recovery in business investment», en la versión en inglés del *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2014.

3 Véase el recuadro titulado «Inversión empresarial, utilización de la capacidad productiva y demanda», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2010.

significativo la demanda de préstamos con fines de inversión durante los últimos trimestres (véase gráfico E).

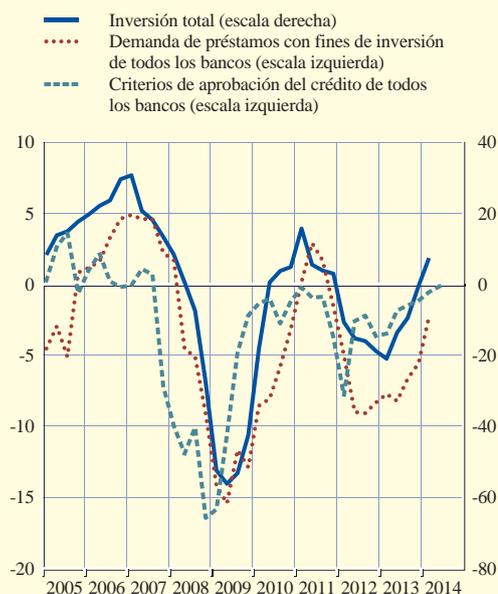
### Evolución previa de la inversión en las pymes y las grandes empresas

Si se analizan más detenidamente los planes de inversión industrial, en términos reales, de las pymes y de las grandes empresas durante un período más largo, la encuesta de inversiones de la Comisión Europea sugiere que los planes de inversión de las pymes de la zona del euro han sido, en general, más contenidos que los de las grandes empresas (véase gráfico C). En 2009, la contracción de los planes de inversión estuvo asociada a que todas las empresas, independientemente del tamaño, los recortaron. Por el contrario, en 2011 y 2012 la debilidad de la inversión parece haber coincidido principalmente con que las empresas más pequeñas decidieran reducir sus inversiones, mientras que, en general, los planes de inversión de las empresas más grandes mantuvieron su dinamismo.

La encuesta semestral sobre el acceso a la financiación (SAFE, en su siglas en inglés)<sup>4</sup> realizada por el BCE con datos disponibles hasta el segundo semestre de 2013 arroja alguna luz sobre los factores determinantes de las diferencias existentes en los planes de inversión durante los últimos años. Las diferencias entre el crecimiento de la inversión prevista en las grandes empresas (es decir, aquellas que emplean a más de 250 trabajadores) y en las pequeñas y medianas empresas a lo largo de 2011 y 2012 pueden estar asociadas, en parte, al hecho de que la evolución de los beneficios como fuente de generación de ingresos fue mucho más débil en las pymes que en las empresas más grandes de la zona del euro. Mientras que, en general, las grandes empresas esperaban que la importancia de los beneficios como fuente de ingresos aumentara considerablemente después de 2009 y que solo cayera ligeramente en

### Gráfico E Inversión total, criterios de aprobación del crédito y demanda de préstamos con fines de inversión

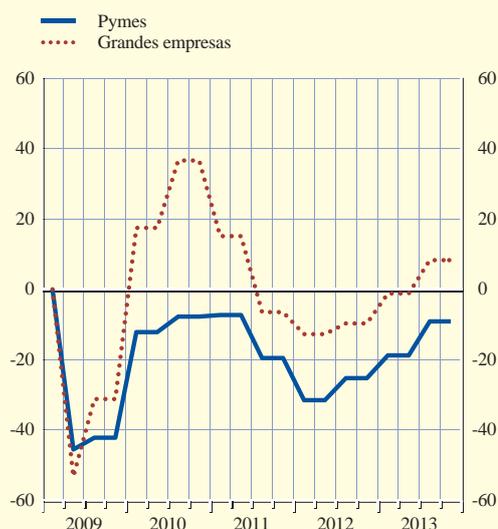
(tasas de variación interanual; porcentaje neto de encuestados)



Fuentes: Eurostat y BCE (encuesta sobre préstamos bancarios).

### Gráfico F Beneficios como factor relevante de la generación de ingresos para las empresas del sector industrial

(durante los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: SAFE del BCE.

<sup>4</sup> Véanse la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro: octubre de 2013 a marzo de 2014 en: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201404en.pdf?da920468528300ff549d8cc95522eb81> y el recuadro titulado «Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area: October 2013 to March 2014», en la versión en inglés del *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2014.

### Gráfico G Necesidades de financiación externa con fines de inversión de empresas del sector industrial

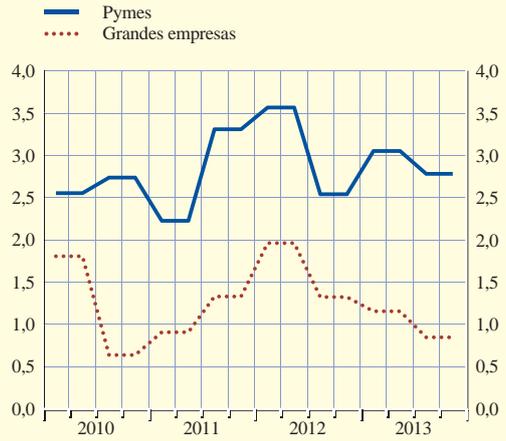
(durante los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: SAFE del BCE.

### Gráfico H Préstamos bancarios denegados, solicitados por empresas de todos los sectores

(durante los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: SAFE del BCE.

2012, las pymes continuaron considerando que la situación de los beneficios desempeñaba un papel limitado a lo largo de ese período (véase gráfico F).

El porcentaje neto de encuestados en la SAFE que indicaron que entre las pymes existía la necesidad de obtener financiación externa con fines de inversión solo mejoró moderadamente a raíz de la crisis financiera (véase gráfico G). Mientras tanto, para las empresas más grandes de la zona del euro, la necesidad de financiación externa para realizar inversiones se incrementó considerablemente después de 2009 y, desde entonces, ha continuado siendo más elevada que la de las pymes.

Además, las pymes de la zona del euro parecen haber estado expuestas a restricciones crediticias en los años posteriores al comienzo de la crisis financiera en mayor medida que las empresas más grandes. La existencia de tales restricciones al tratar de obtener financiación externa puede haber impedido la inversión en capital fijo, especialmente en caso de debilidad de los beneficios y de la financiación interna. La SAFE muestra que, de conformidad con las respuestas ponderadas, las entidades de crédito han rechazado más solicitudes de préstamos de las pymes que de las empresas más grandes (véase gráfico H). Desde el primer semestre de 2012, las tasas de solicitudes denegadas por los bancos han caído, fundamentalmente las correspondientes a la grandes empresas.

### Conclusiones

La encuesta semestral sobre inversiones industriales de la Comisión Europea muestra las expectativas de un aumento de la inversión industrial, en términos reales, en la zona del euro en 2014 para todas las empresas, respaldado por una vuelta a la normalidad de los factores que la favorecen —tales como beneficios, utilización de la capacidad productiva y acceso a la financiación—. La encuesta de inversiones industriales más reciente de la Comisión Europea sugiere que las pequeñas empresas esperan incrementar la inversión significativamente en 2014. Sin embargo, recientemente, una serie de factores fundamentales que determinan la inversión —como los beneficios y las condiciones

crediticias— parecen haber seguido siendo más débiles para las pymes que para las empresas más grandes, como muestra la encuesta sobre el acceso a la financiación. Por lo tanto, la recuperación de la inversión en las pymes de la zona del euro puede ser relativamente limitada, teniendo en cuenta también que parte de niveles reducidos tras la falta de dinamismo de la inversión en los últimos años.

Se prevé que la inversión en construcción sea débil en el segundo trimestre de 2014, debido en parte al prolongado ajuste observado en algunos mercados de la vivienda de la zona del euro y a la reducida demanda que aún persiste en el sector. El impulso de la actividad derivado de las condiciones meteorológicas tan favorables existentes en el primer trimestre del año también ha desaparecido. Esta frágil evolución se refleja, asimismo, en los valores de abril de los indicadores PMI relativos a la producción de la construcción, a la actividad inmobiliaria y a los nuevos pedidos, y en el valor medio de abril y mayo correspondiente a la encuesta de la Comisión Europea sobre los nuevos pedidos de la construcción. Todos estos indicadores experimentaron un descenso en comparación con los valores medios del primer trimestre y siguieron situándose significativamente por debajo de sus respectivas medias de largo plazo. La necesidad de una nueva corrección de los desequilibrios en los sectores inmobiliario y de la construcción de determinados países de la zona sugiere una evolución relativamente débil de la inversión en construcción también durante el resto del año.

### CONSUMO PÚBLICO

El crecimiento del consumo público se tornó positivo, en términos reales, en el primer trimestre de 2014 (y avanza un 0,3 %, en tasa intertrimestral). Si se consideran las tendencias subyacentes de los principales componentes individuales, parece que todos ellos han aumentado con respecto al trimestre anterior. En particular, el gasto en consumo intermedio, que supone ligeramente menos de un cuarto del gasto total, se incrementó de forma acusada, revertiendo así, en gran medida, la fuerte contracción observada en el mes anterior. Además, las transferencias sociales en especie, que incluyen partidas como el gasto en sanidad, continuaron creciendo a un ritmo estable, mientras que la remuneración de los empleados públicos, que representa casi la mitad del consumo público total, solo aumentó marginalmente. De cara al futuro, la contribución del consumo público a la demanda interna se prevé que continúe siendo limitada en los próximos trimestres, pues sigue siendo necesario adoptar nuevas medidas de consolidación fiscal en algunos países (véase sección 5).

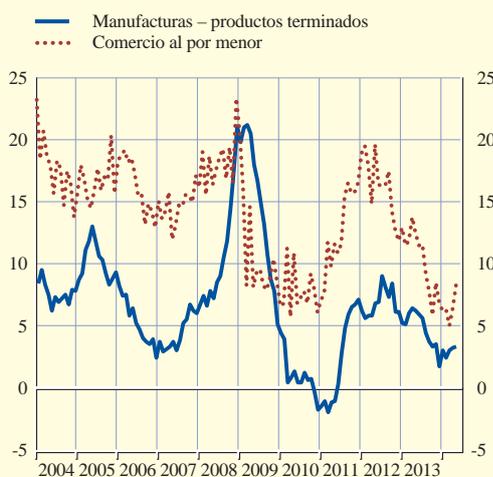
### EXISTENCIAS

En el primer trimestre de 2014, la variación de existencias contribuyó en 0,2 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral del PIB, tras una aportación negativa de la misma magnitud en el cuarto trimestre de 2013. Los últimos datos confirman la falta de dirección clara de la contribución de la variación de existencias al crecimiento del PIB durante el último año aproximadamente, en contraposición con la tendencia principalmente negativa observada entre el tercer trimestre de 2011 y el cuarto trimestre de 2012 (–1 punto porcentual, en términos acumulados). Las encuestas más recientes de la Comisión Europea indican que, en las manufacturas (productos terminados) y en el comercio al por menor, las empresas consideran que las existencias son bastante reducidas (no se sitúan muy por encima de los recientes mínimos de 2010 y 2011), a pesar de los incrementos registrados en abril y mayo de 2014 (véase gráfico 50, panel a). Así pues, en el contexto de la actual recuperación económica, resulta bastante probable que se produzca una reposición de existencias neutral o moderada más adelante en el año. Además, la evidencia de la última encuesta PMI correspondiente a abril y mayo de 2014, en particular en relación con los productos intermedios o terminados de las manufacturas, sugiere que

## Gráfico 50 Existencias de la zona del euro

### a) Percepción de los niveles de existencias

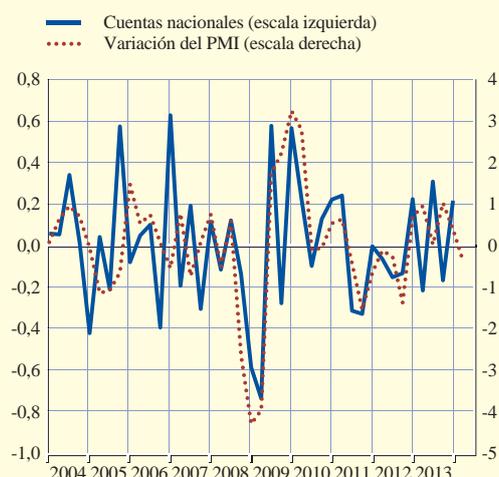
(saldos netos, datos desestacionalizados y no ajustados por días laborables)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

### b) Variación de existencias: percepción y contribuciones al crecimiento del PIB

(variación de los índices de difusión; puntos porcentuales)



Fuentes: Markit y Eurostat.

Notas: Cuentas nacionales: contribución de la variación de existencias al crecimiento intertrimestral del PIB real. PMI: media de la variación absoluta de las existencias de productos intermedios y terminados en las manufacturas.

las existencias podrían hacer una contribución prácticamente neutral al crecimiento del PIB real en los próximos meses (véase gráfico 50, panel b).

## COMERCIO EXTERIOR

Las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro registraron un moderado avance en el primer trimestre de 2014, aumentando un 0,3 %, en tasa intertrimestral (véase gráfico 51). Este incremento siguió al acusado repunte observado en el cuarto trimestre, que se debió a la solidez de la demanda exterior. Las exportaciones a Estados Unidos, Japón y China han continuado fortaleciéndose, mientras que las exportaciones a países europeos no pertenecientes a la zona del euro, a otras economías asiáticas y a América Latina han sido muy moderadas.

Las importaciones de la zona del euro registraron un incremento intertrimestral relativamente marcado (del 0,8 %) en el primer trimestre, tras un repunte en los tres trimestres anteriores que reflejó la mejora progresiva de la demanda interna de la zona. A excepción de China, las importaciones de la mayoría de los socios comerciales (especialmente de Estados Unidos) han sido moderadas. Como el crecimiento de las importaciones fue mayor que el de las exportaciones, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB pasó a ser negativo en el primer trimestre (-0,2 puntos porcentuales).

Los indicadores de opinión disponibles apuntan un crecimiento de las exportaciones de la zona del euro en el corto plazo. El PMI de nuevos pedidos exteriores mejoró, en promedio, en el primer trimestre, manteniéndose muy por encima de 50, el umbral de expansión. Sin embargo, el descenso que se inició en febrero de 2014 continuó en los meses siguientes; en mayo, el PMI de nuevos pedidos exteriores se

situó en 52,6, algo por debajo de la cifra de abril (53,3). Tras alcanzar en febrero de 2014 su nivel más elevado desde comienzos de 2012, el indicador de la Comisión Europea relativo a la cartera de pedidos exteriores se redujo ligeramente en los tres meses posteriores, pero se mantiene por encima de su media de largo plazo. Ambos indicadores se sitúan en niveles compatibles con un crecimiento moderado de las exportaciones en el corto plazo, lo que también se ve respaldado por el gradual fortalecimiento de la demanda exterior. Es probable que las importaciones de la zona del euro también crezcan en el corto plazo, aunque a un ritmo lento, prácticamente en línea con la recuperación de la demanda interna.

#### 4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

Si se considera el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, el valor añadido total siguió aumentando en el primer trimestre de 2014, en un 0,1 %, en tasa intertrimestral. Los principales sectores económicos, salvo la industria, excluida la construcción, contribuyeron a este último incremento.

En lo que se refiere al nivel de actividad, se mantienen las diferencias entre las ramas. El valor añadido real de los servicios alcanzó su máximo histórico en el primer trimestre de 2014, mientras que el valor añadido real de la construcción se situó en torno a los tres cuartos de su máximo anterior, alcanzado en 2008. Al mismo tiempo, el valor añadido de la industria, excluida la construcción, fue un 6 % inferior al máximo registrado antes de la crisis. Los indicadores de corto plazo apuntan a un nuevo aumento del valor añadido total en el segundo trimestre de 2014, algo superior a la tasa de crecimiento del primer trimestre.

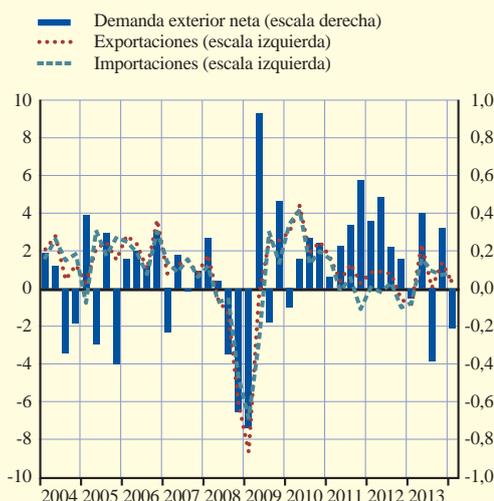
#### INDUSTRIA EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN

El valor añadido de la industria, excluida la construcción, se contrajo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014, tras un importante avance en el trimestre anterior. En cambio, la producción creció de forma moderada, tras incrementarse un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el trimestre precedente (véase gráfico 52). Este incremento intertrimestral de la producción tuvo su origen en los bienes de equipo, los bienes intermedios y los bienes de consumo —en este último caso, consecuencia del rápido crecimiento del componente de bienes de consumo duradero—. La producción de la energía cayó de forma acusada, debido a las suaves temperaturas del invierno. La evolución más reciente observada en la industria ha coincidido con una ligera mejora de la demanda, como indican las encuestas de opinión de la Comisión Europea.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo señalan una expansión moderada de la actividad en la industria en el segundo trimestre de 2014. El indicador del BCE de nuevos pedidos industriales, excluido el material de transporte pesado, que se ve menos influido por los pedidos a gran escala, registró un avance del 1 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014. Los datos de las encuestas de la

**Gráfico 51 Importaciones y exportaciones reales y contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB**

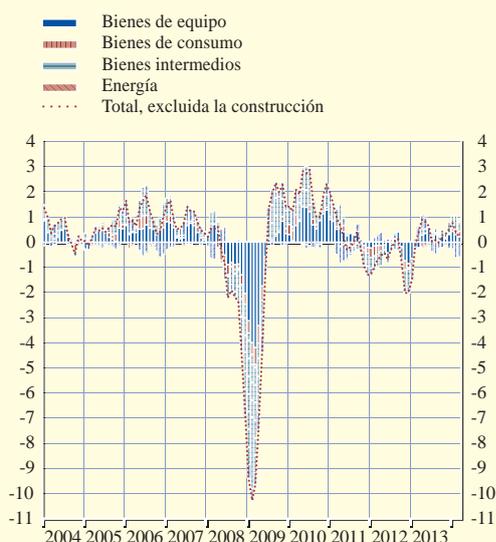
(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

### Gráfico 52 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

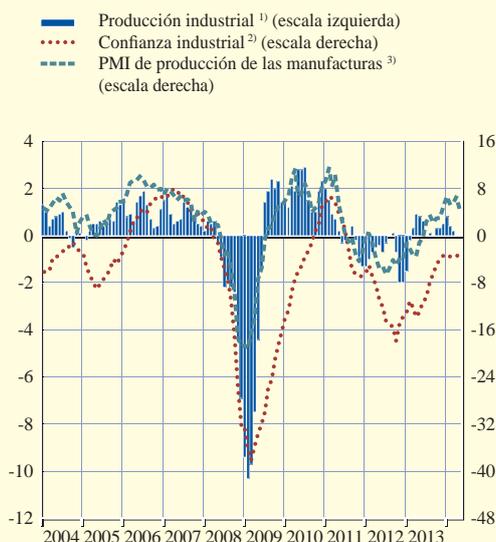
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

### Gráfico 53 Producción industrial, confianza industrial y PMI de producción de las manufacturas

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas.  
1) Tasas de variación intertrimestral.  
2) Saldos netos.  
3) PMI: desviaciones con respecto al valor 50.

Comisión Europea indican que el nivel de la cartera de pedidos, que ha venido aumentando desde comienzos de 2013, mejoró nuevamente en mayo. Además, en abril y mayo los índices de PMI de producción de las manufacturas y de nuevos pedidos cayeron por debajo de los niveles registrados en el primer trimestre, aunque seguían por encima de 50, el umbral teórico de expansión (véase gráfico 53). Además, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea registró, en el período de abril a mayo, un valor significativamente superior a la media correspondiente al primer trimestre.

### CONSTRUCCIÓN

Continuando la tendencia positiva que se inició a mediados de 2013, el valor añadido de la construcción se incrementó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014. Este incremento está en línea con el sólido avance de la producción de la construcción, que aumentó un 2,4 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014, impulsado principalmente por las condiciones meteorológicas tan suaves observadas en varios países de la zona del euro. De cara al futuro, los indicadores de corto plazo apuntan, por lo general, a una evolución más débil durante el segundo trimestre de este año. Pese a un ligero aumento del indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea durante el mes de mayo, la media correspondiente a abril y mayo todavía se sitúa por debajo del valor registrado en el primer trimestre y significativamente por debajo de su media histórica. Además, este avance se debió únicamente a una ligera mejora de las perspectivas de empleo, mientras que la cartera de pedidos de la construcción se deterioró adicionalmente, indicando que es probable que la evolución futura de la construcción sea muy moderada. Otras encuestas presentan un panorama similar: los índices PMI de producción de la construcción, de actividad inmobiliaria y de nuevos pedidos se situaron en

abril en su nivel más bajo desde mayo de 2013 y significativamente por debajo de sus medias de los dos últimos trimestres. Además, estos indicadores registraron niveles inferiores a 50, lo que señala una contracción de la actividad.

## SERVICIOS

El valor añadido de los servicios creció un 0,2% adicional en el primer trimestre, una tasa similar a la de los dos trimestres anteriores. La actividad del sector servicios aumentó en el primer trimestre tanto en los servicios de mercado como en los servicios no de mercado (que incluyen la administración pública, la educación, la sanidad y los servicios sociales). La expansión también fue generalizada en los subsectores, a excepción de las actividades inmobiliarias, que registraron un descenso. Las contribuciones más positivas procedieron de los servicios de mercado, en particular del comercio, transporte, alojamiento y alimentación, así como de los servicios financieros y de seguros. La encuesta trimestral de la Comisión Europea sobre los factores que limitan la actividad comercial de los servicios ofrece indicios sobre los determinantes de la evolución de dicha actividad. En el período de tres meses hasta abril, la proporción de empresas de servicios que informaron de que la demanda insuficiente constituía una limitación para su negocio se situó en su media de largo plazo, sugiriendo que no existían restricciones de demanda específicas. Sin embargo, al mismo tiempo señalaron que las restricciones financieras han seguido suponiendo una importante limitación para la actividad comercial de los servicios, pese a haber mejorado desde el tercer trimestre de 2013. De entre los países más grandes de la zona del euro, es en Italia y en España donde las restricciones financieras son más severas.

De cara al futuro, las encuestas apuntan a un nuevo crecimiento positivo del valor añadido de los servicios en el segundo trimestre de este año. Más adelante, se espera que la recuperación de la rama de servicios continúe a un ritmo lento. Sobre la base de los datos disponibles para los dos primeros meses del segundo trimestre, el índice PMI de actividad comercial del sector servicios se elevó nuevamente hasta alcanzar el nivel más alto desde el segundo trimestre de 2011. Del mismo modo, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea también volvió a mejorar, hasta situarse en niveles que no se habían observado desde el verano de 2011. La confianza continuó siendo relativamente elevada en el caso de las actividades relacionadas con el empleo, y de programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática. Según la encuesta de servicios de la Comisión Europea, la demanda esperada en los próximos meses se redujo en los dos primeros meses del segundo trimestre en comparación con el trimestre anterior. El índice PMI de actividad comercial futura (dentro de doce meses) también disminuyó con respecto al primer trimestre, hasta situarse en un nivel ligeramente por debajo de su media de largo plazo. Esta evolución está en consonancia con una recuperación sostenida, pero moderada, en los próximos meses.

## 4.3 MERCADO DE TRABAJO

Las cifras relativas a los mercados de trabajo de la zona del euro muestran algunas señales de mejora, en línea con la moderada recuperación de la actividad económica que se ha observado desde la primavera de 2013. Los mercados de trabajo suelen ir a la zaga de la actividad económica, ya que las empresas aumentan fundamentalmente la utilización de la capacidad productiva mediante incrementos de la productividad y de las horas trabajadas antes de empezar a contratar de nuevo. Pese a la ligera mejora general registrada en la zona del euro, las cifras siguen siendo muy distintas entre países y grupos de edad.

El número de personas ocupadas en la zona del euro creció un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2013, tras haberse mantenido estable en los dos trimestres anteriores (véase cuadro 11).

## Cuadro II Crecimiento del empleo

(tasas de variación respecto al período anterior; datos desestacionalizados)

	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2012	2013	2013 II	2013 III	2013 IV	2012	2013	2013 II	2013 III	2013 IV
Total de la economía	-0,6	-0,8	0,0	0,0	0,1	-1,4	-1,1	0,6	0,0	0,0
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-1,9	-1,6	1,6	-0,5	-0,5	-2,9	-1,0	0,8	-0,4	-0,6
Industria	-2,1	-2,3	-0,6	-0,4	-0,2	-3,3	-2,4	1,0	-0,3	-0,4
Excluida la construcción	-0,9	-1,4	-0,4	-0,4	-0,1	-2,0	-1,2	1,2	-0,1	-0,3
Construcción	-4,7	-4,5	-1,0	-0,4	-0,4	-6,1	-4,9	0,5	-0,6	-0,7
Servicios	-0,1	-0,4	0,0	0,1	0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,1	0,1
Comercio y transporte	-0,8	-0,8	0,1	-0,1	0,2	-1,6	-1,3	0,6	0,1	0,0
Información y comunicaciones	1,2	0,3	0,1	0,0	0,5	0,6	0,0	0,5	-0,4	0,6
Actividades financieras y de seguros	-0,4	-0,8	-0,2	0,0	0,0	-0,9	-0,9	0,3	0,0	-0,1
Actividades inmobiliarias	-0,4	-1,7	0,1	0,7	-0,9	-1,2	-2,3	0,4	-0,4	-0,7
Actividades profesionales	0,7	0,3	0,3	0,7	0,2	0,5	0,0	0,7	0,6	0,0
Administración pública	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,3	-0,5	-0,5	0,4	0,1	0,6
Otros servicios <sup>1)</sup>	0,6	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,6	0,5	0,0	-0,4

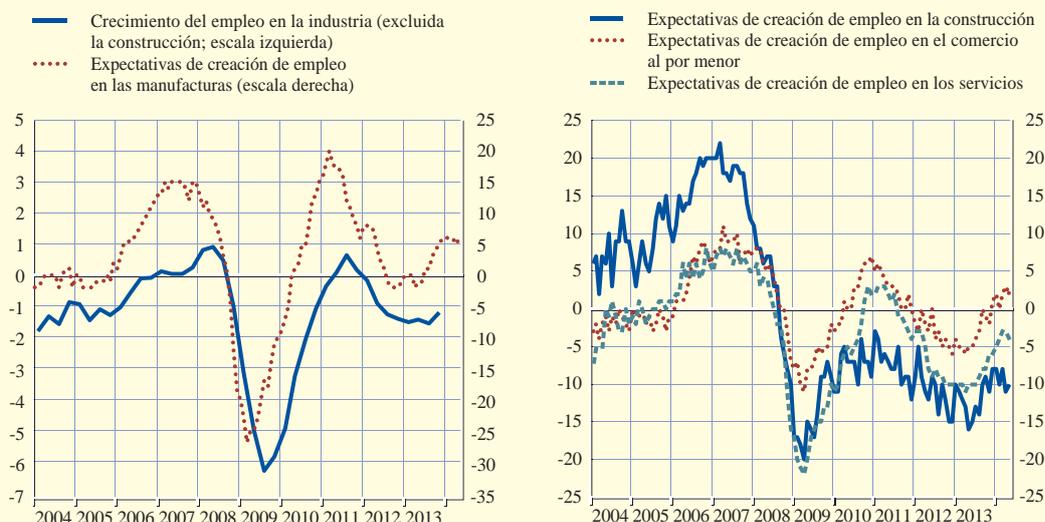
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) También incluye servicios de los hogares y actividades artísticas y de organizaciones extraterritoriales.

Si bien se observan marcadas diferencias entre países, el crecimiento del empleo es atribuible, en gran medida, a la mejora experimentada en países gravemente afectados como España, Irlanda y Portugal. De los principales sectores económicos, solo los servicios mostraron un crecimiento positivo en el cuarto trimestre, mientras que la industria (excluida la construcción), la agricultura y la construcción registraron variaciones negativas del empleo, en términos intertrimestrales.

## Gráfico 54 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

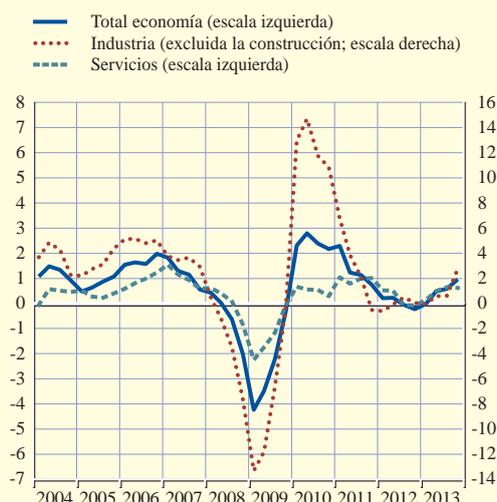
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.  
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

**Gráfico 55 Productividad del trabajo por persona ocupada**

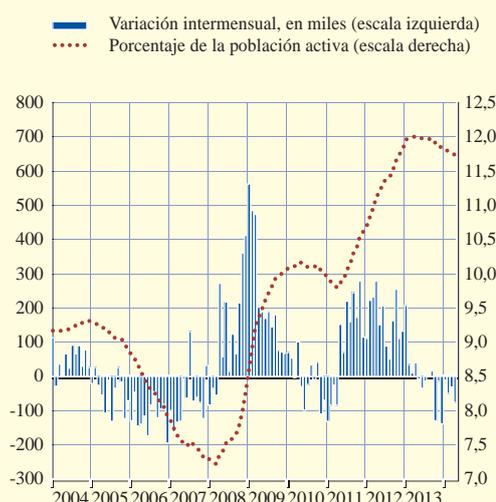
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 56 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

El total de horas trabajadas se mantuvo estable, en tasa intertrimestral, en el tercer y cuarto trimestre de 2013, tras un aumento del 0,6% en el segundo trimestre del año. Así pues, la evolución de las horas trabajadas podría reflejar mejoras cíclicas en las condiciones de los mercados de trabajo, ya que la normalización de las horas trabajadas suele producirse antes de que aumenten las contrataciones.

Aunque los resultados de las encuestas siguen mostrando niveles reducidos de empleo, indican, sin embargo, una mejora sostenida, aunque leve, en el primer trimestre de 2014 y a principios del segundo trimestre (véase gráfico 54). Los indicadores adelantados también apuntan a una ligera mejora adicional en la situación de los mercados de trabajo.

La productividad del trabajo por persona ocupada siguió aumentando, con un avance de un 1%, en términos interanuales, en el cuarto trimestre de 2013, tras un incremento del 0,6% en el tercer trimestre (véase gráfico 55). La productividad por hora trabajada registró un aumento del 0,8%, en línea con el crecimiento nulo del total de horas trabajadas y del ligero incremento del empleo. Se espera que el crecimiento de la productividad se haya mantenido estable, o avanzado marginalmente, en el primer trimestre de 2014, dado que el crecimiento del empleo ha empezado a responder en cierta medida a la recuperación de la actividad económica en curso.

En consonancia con la evolución del empleo, la tasa de paro de la zona del euro ha comenzado a descender ligeramente (véase gráfico 56). Tras un descenso de 0,1 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2014, se redujo 0,1 puntos porcentuales adicionales en abril, hasta situarse en el 11,7%. Una señal alentadora es que, pese a las considerables diferencias de nivel existentes, las recientes caídas han sido relativamente generalizadas en todos los grupos de edad. Sin embargo, en abril de 2014 la tasa de desempleo total se situó 1,9 puntos porcentuales por encima de su mínimo, alcanzado en abril de 2011, pero 0,3 puntos porcentuales por debajo del 12%, la media correspondiente a 2013. De cara al futuro se espera que la tasa de desempleo siga reduciéndose gradualmente, aunque a un ritmo lento.

#### 4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los resultados más recientes de las encuestas señalan un crecimiento moderado también en el segundo trimestre de 2014. De cara al futuro, varios factores deberían seguir respaldando la demanda interna, entre ellos la orientación acomodaticia de la política monetaria, las mejoras observadas en las condiciones de financiación que se están trasladando a la economía real, los avances en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales, y el incremento de la renta real disponible atribuible al descenso de los precios de la energía. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo han mostrado algunas señales adicionales de mejora, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado y, en general, la capacidad productiva sin utilizar continúa siendo considerable. Por otra parte, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado siguió siendo negativa en abril, y es probable que los necesarios ajustes de los balances de los sectores público y privado sigan afectando al ritmo de la recuperación económica.

La valoración de que se está registrando una moderada recuperación también se ve reflejada en las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que el PIB real aumente un 1 % en 2014, un 1,7 % en 2015 y un 1,8 % en 2016. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, la previsión de crecimiento del PIB real para 2014 se ha revisado a la baja, mientras que la correspondiente a 2015 se ha revisado al alza.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. Los riesgos geopolíticos, así como la evolución de las economías emergentes y de los mercados financieros globales, podrían afectar negativamente a la situación económica. Entre otros riesgos a la baja, se incluyen una debilidad de la demanda interna mayor de lo esperada, una insuficiente aplicación de las reformas estructurales en los países de la zona y un menor crecimiento de las exportaciones.

## 5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

*De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el déficit público de la zona del euro continuará descendiendo, aunque se espera una ralentización del ritmo de ajuste presupuestario estructural. Según las previsiones, la ratio de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro seguirá aumentando hasta 2014, y en 2015 se reducirá por primera vez desde el estallido de la crisis económica y financiera. Los considerables esfuerzos de consolidación fiscal realizados en los últimos años están dando fruto de manera creciente, como pone de manifiesto la recomendación de la Comisión Europea de 2 de junio de 2014 de que se deroguen los procedimientos de déficit excesivo (PDE) de Bélgica, Países Bajos, Austria y Eslovaquia. A pesar de esta evolución positiva, varios países que siguen sujetos a PDE corren el riesgo de incumplir los plazos de corrección de sus déficits excesivos y deben acelerar el ajuste con el fin de garantizar el cumplimiento íntegro de las recomendaciones formuladas en el contexto de sus respectivos PDE. De cara al futuro, a medida que aumente el número de países que dejen de estar sujetos al componente corrector y en los que pase a aplicarse el componente preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), será importante asegurar que continúan los avances hacia el cumplimiento de los objetivos presupuestarios a medio plazo y unos niveles de deuda más seguros. A este respecto, los consejos fiscales, creados recientemente en su mayor parte, pueden desempeñar un destacado papel para promover la adhesión nacional a las reglas fiscales europeas en los distintos países de la zona del euro.*

### EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2013 Y EN AÑOS POSTERIORES

De acuerdo con las notificaciones de Eurostat de primavera de 2014 realizadas en el marco de los PDE, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro siguió disminuyendo y se situó en el 3 % del PIB en 2013, desde el 3,7 % de 2012 (véase cuadro 12). Aproximadamente la mitad del descenso de la ratio de déficit fue atribuible a un impacto más limitado del apoyo público prestado a instituciones financieras. Aparte de este factor, la mejora fue resultado principalmente del incremento de los ingresos en relación con el PIB.

La deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuó aumentando en 2013 y alcanzó el 95 % del PIB, es decir, se situó 2,3 puntos porcentuales por encima del nivel de 2012 (véase cuadro 12). Este aumento puede atribuirse fundamentalmente a un efecto adverso del diferencial entre crecimiento y tipos de interés y al gasto por intereses, mientras que la contribución al avance de la deuda procedente del déficit primario y del ajuste déficit-deuda fue limitada.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema prevén, basándose en el supuesto de que las políticas no se modificarán, que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro siga reduciéndose, aunque se espera una desaceleración del ritmo de ajuste fiscal estructural<sup>1</sup>. Con arreglo a las proyecciones, el déficit en relación con el PIB descenderá hasta situarse en el 2,5 % en 2014 y algo más, hasta el 2,3 %, en 2015. Este perfil es acorde con las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea (véase cuadro 12), que proyectan que la disminución del déficit presupuestario estará impulsado íntegramente por el gasto. Durante el horizonte de las proyecciones está previsto que el gasto en relación con el PIB descienda 1,2 puntos porcentuales con respecto a 2013 y que se sitúe en el 48,7 % en 2015, lo que supera considerablemente la reducción esperada de los ingresos. Según las proyecciones, los ingresos en relación con el PIB caerán ligeramente y se situarán en el 46,5 % en 2015, como consecuencia de la finalización de subidas temporales de impuestos y de los limitados nuevos planes de reducción de impuestos.

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro» en esta edición del *Boletín Mensual*.

## Cuadro 12 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015
a. Ingresos totales	45,3	46,2	46,8	46,7	46,5
b. Gastos totales	49,5	50,0	49,9	49,2	48,7
<i>De los cuales:</i>					
c. Gasto por intereses	3,1	3,1	2,9	2,9	2,9
d. Gasto primario (b - c)	46,4	46,9	46,9	46,3	45,9
Saldo presupuestario (a - b)	-4,1	-3,7	-3,0	-2,5	-2,3
Saldo presupuestario primario (a - d)	-1,1	-0,6	-0,2	0,4	0,6
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-3,5	-2,5	-1,4	-1,1	-1,3
Saldo presupuestario estructural	-3,5	-2,1	-1,3	-1,1	-1,2
Deuda bruta	88,1	92,7	95,0	96,0	95,4
Pro memoria: PIB real (tasa de variación)	1,6	-0,7	-0,4	1,2	1,7

Fuentes: Eurostat, previsiones económicas de primavera de 2014 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Las cifras de 2014 y 2015 son estimaciones. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro seguirá aumentando hasta 2014, y en 2015 se reducirá por primera vez desde el estallido de la crisis económica y financiera. Según las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, la ratio de deuda se incrementará hasta alcanzar el 96 % del PIB en 2014, como consecuencia del impacto del ajuste déficit-deuda y del elevado gasto por intereses, y se reducirá hasta situarse en el 95,4 % en 2015<sup>2</sup>. El descenso de esta ratio será fundamentalmente atribuible al incremento previsto del superávit primario, mientras que el efecto adverso del diferencial entre crecimiento y tipos de interés será muy limitado.

### EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN ALGUNOS PAÍSES

Los continuos avances efectuados por los países de la zona del euro en la reducción de sus desequilibrios presupuestarios se ponen de manifiesto en el creciente número de países que dejan de estar sujetos a PDE. En los últimos años, varios países, primero Finlandia y después Alemania, Italia y Letonia, han logrado una corrección sostenible de sus déficits excesivos. El 2 de junio de 2014, la Comisión Europea recomendó que se derogaran los procedimientos de déficit excesivo de Bélgica, Austria y Eslovaquia (que debían corregir sus déficits excesivos para 2013) así como, un año antes de que terminara el plazo fijado (2014), de los Países Bajos, ya que estos países han realizado sustanciales progresos en la corrección de sus déficits. Además, se espera que Malta consiga una corrección sostenible de su déficit excesivo en 2014.

No obstante, seis años después de que comenzara la crisis financiera, un grupo considerable de países todavía no ha corregido sus déficits excesivos, pese a los plazos fijados en los PDE, que en algunos casos se han ampliado sustancialmente. En particular, varios países con plazo de corrección en 2015 (y en años posteriores) corren el riesgo de incumplir los objetivos fijados en los PDE. Tomando como base las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, es probable que Irlanda, Francia y Eslovenia, con plazo de corrección en 2015, registren déficits presupuestarios por encima del valor de referencia del 3 % del PIB ese año (véase cuadro 13). En vista del riesgo de que Francia y Eslovenia no cumplan los compromisos adquiridos en el contexto de sus PDE, la Comisión Europea hizo uso de las nuevas facultades que le ha otorgado el marco de gobernanza económica reforzado de la UE mediante la publicación,

2 El nivel de la ratio de deuda es más elevado en las previsiones de la Comisión Europea que en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema. La Comisión publica datos de deuda en base no consolidada, mientras que, en las proyecciones del Eurosistema, los datos agregados de la zona del euro están corregidos de préstamos intergubernamentales, en consonancia con las prácticas seguidas por Eurostat.

el 5 de marzo, de recomendaciones a estos países, de conformidad con el artículo 11, apartado 2, del Reglamento (UE) n° 473/2013 (parte del denominado «two-pack»), instándoles a que tomen medidas para corregir los déficits excesivos en el plazo establecido. El 2 de junio, la Comisión señaló que consideraba que, en términos generales, Francia había seguido las recomendaciones formuladas y que Eslovenia lo había hecho parcialmente. La Comisión recomendó la adopción de medidas adicionales a las mencionadas en los programas de estabilidad de estos países, pero se abstuvo de acelerar los PDE.

Si se consideran los países sujetos al componente preventivo del PEC, se observa que los esfuerzos de ajuste estructural se están estancando. Según las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, en los países que todavía no han alcanzado sus objetivos de medio plazo, el esfuerzo estructural no es suficiente para cumplir las exigencias del componente preventivo del PEC (esto es, una mejora anual del saldo estructural del 0,5 % del PIB como valor de referencia) para alcanzar el objetivo a medio plazo en los períodos establecidos. Algunos países sujetos al componente preventivo que registran ratios de deuda pública superior al 60 % del PIB corren el riesgo de no cumplir el valor de referencia de la deuda, que requiere que, después de un período de transición con menos exigencias, el exceso de deuda por encima del 60 % del PIB se reduzca en 1/20, en promedio, durante tres años.

A continuación se presenta la evolución presupuestaria reciente y las perspectivas de cumplimiento de los objetivos fiscales fijados en las actualizaciones de los programas de estabilidad de 2014 en los países más grandes de la zona del euro y en los países acogidos a un programa de la UE y el FMI o que lo han concluido recientemente.

En Alemania, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas fue equilibrado en 2013 y la ratio de deuda cayó considerablemente, hasta situarse en el 78,4 % del PIB, un resultado mejor que el objetivo fijado en la actualización del programa de estabilidad del país de 2013. De acuerdo con la actualización del programa de estabilidad de 2014 y con el proyecto de plan presupuestario revisado del 8 de abril de 2014, los objetivos del Gobierno básicamente no se han modificado y prevén mantener un saldo equilibrado en términos nominales en el período comprendido entre 2014 y 2016, y un superávit del 0,5 % del PIB en 2017 y 2018. En términos estructurales, se espera un superávit constante del 0,5 % del PIB. La variación más importante en comparación con el programa de estabilidad del año anterior es la reducción del objetivo nominal para 2016 (un presupuesto equilibrado en lugar de un superávit del 0,5 % del PIB). Los planes del Gobierno alemán cumplen plenamente los requisitos del «límite a la deuda» nacional, el objetivo a medio plazo del país y el valor de referencia de reducción de la deuda.

En Francia, el déficit de las Administraciones Públicas alcanzó el 4,3 % del PIB en 2013, muy por encima del 3,9 %, el objetivo revisado en el marco del PDE. En la actualización del programa de estabilidad de 2014, los objetivos de déficit se han incrementado por encima de los establecidos para 2014 en el PDE (del 3,6 % al 3,8 % del PIB) y 2015 (del 2,8 % al 3 % del PIB). En sus previsiones de primavera de 2014, la Comisión Europea sitúa el déficit en el 3,9 % del PIB en 2014 y en el 3,4 % en 2015, significativamente por encima de los objetivos del PDE. Del mismo modo, se espera que la mejora acumulada del saldo estructural durante el período 2013-2015 (que está previsto que sea de 1,8 puntos porcentuales del PIB en lugar de 2,9 puntos porcentuales) sea sustancialmente inferior al objetivo fijado en la recomendación de junio de 2013 formulada en el contexto del PDE. Por lo tanto, existe un riesgo claro de que se incumpla el plazo fijado en 2015 para la corrección del déficit excesivo, salvo que se preparen y se apliquen medidas adicionales en el momento oportuno. Por ello, el 2 de junio, la Comisión Europea instó a que se refuerce la estrategia presupuestaria en 2014 y en años posteriores. Además, se prevé que la deuda en relación con el PIB se mantenga en una senda alcista hasta el final del horizonte de las proyecciones de la Comisión, alcanzando el 96,6 % del PIB en 2015.

**Cuadro 13 Objetivos y perspectivas fiscales de los países de la zona del euro sujetos a un procedimiento de déficit excesivo**

(en porcentaje del PIB)

País	Año	Saldo presupuestario total			Esfuerzo estructural						
		Objetivo	Programa de Estabilidad	Previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea	Recomendación del PDE		Programa de Estabilidad		Previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea		
					Anual	Acumulado	Anual	Acumulado	Anual	Acumulado	
<b>Plazo fijado en el PDE: 2014</b>											
MT	2013	-3,4	-2,8	-2,8	0,7	-	-	-	-	1,0	-
	2014 <sup>d)</sup>	-2,7	-2,1	-2,5	0,7	1,4	0,5	-	-	0,1	1,1
	2015	-	-1,6	-2,5	-	-	0,5	-	-	-0,1	1,0
	2016	-	-0,7	-	-	-	0,8	-	-	-	-
	2017	-	-0,3	-	-	-	0,5	-	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Plazo fijado en el PDE: 2015</b>											
FR	2013	-3,9	-4,3	-4,3	1,3	-	1,1	-	-	0,8	-
	2014	-3,6	-3,8	-3,9	0,8	2,1	0,8	1,9	0,6	1,5	
	2015	-2,8	-3,0	-3,4	0,8	2,9	0,9	2,7	0,4	1,8	
	2016	-	-2,2	-	-	-	0,4	-	-	-	-
	2017	-	-1,3	-	-	-	0,5	-	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SI	2013	-4,9	-14,7	-14,7	0,7	-	-0,1	-	-	0,2	-
	2014	-3,3	-4,1	-4,3	0,5	1,2	0,6	0,5	0,0	0,2	
	2015	-2,5	-2,4	-3,1	0,5	1,7	0,5	1,0	0,2	0,4	
	2016	-	-1,5	-	-	-	0,5	1,5	-	-	
	2017	-	-0,7	-	-	-	0,3	1,8	-	-	
	2018	-	0,3	-	-	-	0,6	2,4	-	-	
PT	2013	-5,5	-4,9	-4,9	0,6	-	-	-	-	0,8	-
	2014	-4,0	-4,0	-4,0	1,4	2,0	0,7	-	-	-	
	2015	-2,5	-2,5	-2,5	0,5	2,5	0,8	-	-	-	
	2016	-	-1,5	-	-	-	0,5	-	-	-	
	2017	-	-0,7	-	-	-	0,3	-	-	-	
	2018	-	0,0	-	-	-	0,3	-	-	-	
IE	2013	-7,5	-7,2	-7,2	-	5,7	-	-	-	1,7	3,0
	2014	-5,1	-4,8	-4,8	-	7,6	1,5	-	-	1,7	4,7
	2015	-2,9	-2,9	-4,2	-	9,5	1,9	-	-	0,4	5,0
	2016	-	-2,2	-	-	-	0,7	-	-	-	-
	2017	-	-1,2	-	-	-	0,9	-	-	-	-
	2018	-	0,0	-	-	-	1,2	-	-	-	-
<b>Plazo fijado en el PDE: 2016</b>											
CY	2013	-6,5	-	-5,4	1,3	-	-	-	-	3,1	-
	2014	-8,4	-	-5,8	0,3	1,6	-	-	-	-0,5	2,6
	2015	-6,3	-	-6,1	0,7	2,3	-	-	-	-0,3	2,3
	2016	-	-	-	1,8	4,1	-	-	-	-	-
	2017	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ES	2013	-6,5	-7,1	-7,1	1,1	-	-	-	-	1,3	-
	2014	-5,8	-5,5	-5,6	0,8	1,9	0,7	-	-	0,4	1,7
	2015	-4,2	-4,2	-6,1	0,8	2,7	0,3	-	-	-1,1	0,7
	2016	-2,8	-2,8	-	1,2	3,9	0,5	-	-	-	-
	2017	-	-1,1	-	-	-	0,6	-	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GR	2013	-5,4	-	-12,7	2,0	-	-	-	-	3,0	-
	2014	-4,5	-	-1,6	-0,3	1,7	-	-	-	-1,0	2,0
	2015	-3,4	-	-1,0	-0,4	1,3	-	-	-	-1,4	0,6
	2016	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2017	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

**Cuadro 13 Objetivos y perspectivas fiscales de los países de la zona del euro sujetos a un procedimiento de déficit excesivo (cont.)**

(en porcentaje del PIB)

País	Año	Saldo presupuestario total			Esfuerzo estructural					
		Objetivo	Programa de Estabilidad	Previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea	Recomendación del PDE		Programa de Estabilidad		Previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea	
					Anual	Acumulado	Anual	Acumulado	Anual	Acumulado
<b>Posible derogación del PDE</b>										
BE	2013	-2,7	-2,6	-2,6	1,0	-	-	-	0,7	-
	2014	-	-2,2	-2,6	-	-	0,5	0,5	0,0	0,7
	2015	-	-1,4	-2,8	-	-	0,7	1,2	-0,2	0,5
	2016	-	-0,4	-	-	-	0,7	1,9	-	-
	2017	-	0,6	-	-	-	0,7	2,6	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AT	2013	-2,9	-1,5	-1,5	0,8	2,3	-	-	0,5	2,1
	2014	-	-2,7	-2,8	-	-	0,1	0,1	-0,1	2,0
	2015	-	-1,4	-1,5	-	-	0,1	0,2	0,1	2,1
	2016	-	-0,7	-	-	-	0,5	0,7	-	-
	2017	-	-0,6	-	-	-	0,0	0,7	-	-
	2018	-	-0,5	-	-	-	0,1	0,8	-	-
SK	2013	≥-3,0	-2,8	-2,8	1,0	4,0	-	-	2,0	5,9
	2014	-	-2,6	-2,9	-	-	-0,3	-0,3	-0,2	5,7
	2015	-	-2,5	-2,8	-	-	0,4	0,1	0,4	6,1
	2016	-	-1,6	-	-	-	0,5	0,6	-	-
	2017	-	-0,5	-	-	-	0,6	1,2	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NL	2013	-3,6	-2,5	-2,5	0,6	-	1,5	-	1,4	-
	2014	-2,8	-2,9	-2,8	0,7	1,3	-0,1	1,4	0,0	1,4
	2015	-	-2,1	-1,8	-	-	0,4	-	0,5	1,9
	2016	-	-1,9	-	-	-	-0,3	-	-	-
	2017	-	-1,4	-	-	-	0,1	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Previsiones económicas europeas de primavera de 2014 de la Comisión Europea, programas de estabilidad actualizados de 2014 y cálculos del BCE.

1) Las cifras incluyen los presupuestos de 2014.

En Italia, el déficit en relación con el PIB se mantuvo invariable en el 3% en 2013, mientras que la deuda en relación con el PIB se incrementó hasta situarse en el 132,6%. En su actualización del programa de estabilidad de 2014, el Gobierno aumentó considerablemente el objetivo de déficit de 2014 (hasta el 2,6% del PIB, desde el 1,8% de la actualización del programa de estabilidad de 2013), mientras que básicamente no modificó el 1,8% del PIB, el objetivo para 2015. Con arreglo a las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, el déficit en relación con el PIB se reducirá de manera gradual en 2014 y 2015 (hasta el 2,2% y el 2,6%, respectivamente). El Gobierno también aplazó de 2014 a 2016 la consecución de su objetivo a medio plazo. El esfuerzo estructural previsto no es suficiente para cumplir las exigencias del componente preventivo del PEC en 2014, mientras que básicamente se cumplirían en 2015. Italia dispone de un período de transición de tres años (2013-2015) para cumplir el criterio de deuda que, según las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión, requiere un ajuste estructural lineal mínimo del 0,7% del PIB al año hasta el final de dicho período. El 2 de junio, la Comisión Europea indicó que Italia debería reforzar las medidas presupuestarias previstas para 2014 debido a la emergente brecha con respecto a las exigencias del PEC, concretamente el criterio de reducción de la deuda. De cara al futuro, es importante que Italia dé mayor impulso a los esfuerzos de consolidación con el fin de asegurar que se logran avances suficientes hacia el cumplimiento del objetivo a medio plazo y del criterio de deuda, dando prioridad a la necesidad de que la elevada deuda en relación con el PIB se sitúe en una senda descendente estable.

En España, el déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB fue del 7,1 % en 2013, lo que representa un descenso con respecto al 10,6 % de 2012. Si se excluyen las transferencias de capital relacionadas con el apoyo prestado a entidades financieras, el descenso fue del 6,8 % al 6,6 %, esto es, el déficit se situó ligeramente por encima del objetivo fijado en el marco del PDE (el 6,5 %). En la actualización del programa de estabilidad de 2014, el Gobierno ha reducido el objetivo de déficit en relación con el PIB para 2014 (del 5,8 % al 5,5 %), al tiempo que mantiene los objetivos establecidos en la recomendación formulada en el contexto del PDE para 2015 (el 4,2 %) y 2016 (el 2,8 %). Con arreglo a las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, el déficit en relación con el PIB se reducirá hasta situarse en el 5,6 % en 2014, pero aumentará hasta el 6,1 % en 2015. El 2 de junio, la Comisión indicó que la estrategia presupuestaria debe reforzarse a partir de 2014, en particular especificando pormenorizadamente las medidas previstas para 2015 y años posteriores, con el fin de asegurar la corrección del déficit excesivo de manera sostenible para 2016. Los planes presupuestarios que figuran en el programa de estabilidad se basan en el supuesto de que el crecimiento económico continuará acelerándose, de que los costes directos de una reforma tributaria inminente se compensarán con un efecto positivo en la evolución de las bases impositivas, y de que el ahorro resultante de las reformas actualmente en curso (especialmente la reforma de las Administraciones Locales) será sustancial. De cara al futuro, es importante que los planes de consolidación a medio plazo se respeten íntegramente, con el fin de que la deuda en relación con el PIB se sitúe en una senda descendente y, de este modo, seguir reforzando la confianza de los mercados financieros.

Grecia alcanzó un superávit primario del 0,8 % del PIB en 2013 (según la definición del programa de ajuste económico de la UE y el FMI, que excluye el coste del apoyo al sector financiero), superando así el objetivo del programa de lograr un saldo primario equilibrado. No obstante, los resultados de saldo primario y de saldo presupuestario total fijados en el PDE para 2013 fueron considerablemente peores (el -8,7 % y el -12,7 % del PIB, respectivamente), debido fundamentalmente a los elevados costes del apoyo prestado al sector financiero (el 10,6 % del PIB). Una vez concluida con éxito la cuarta revisión del segundo programa de ajuste económico, Grecia va por la senda adecuada para cumplir su objetivo para 2014, es decir, un superávit primario del 1,5 % del PIB. Con todo, existen brechas fiscales para los años siguientes, para los que se han fijado objetivos de superávit primario más ambiciosos (el 3 % del PIB en 2015 y el 4,5 % en 2016). En la reciente actualización de su estrategia fiscal a medio plazo (2015-2018), el Gobierno se ha comprometido a cumplir estos objetivos y a ampliar las medidas que vayan quedando sin efecto en caso necesario.

En Portugal, el déficit en relación con el PIB se redujo desde el 6,4 % de 2012 hasta el 4,9 % en 2013. Durante la duodécima y última misión de revisión de equipos integrados por expertos de la Comisión Europea, del BCE y del FMI, las autoridades portuguesas identificaron medidas de consolidación adicionales para lograr alcanzar el objetivo de déficit para 2015 (el 2,5 %) y corregir el déficit excesivo en el plazo fijado. Las medidas ascienden al 0,8 % del PIB en 2015, y se aplicarán principalmente por el lado del gasto, como se indicaba en el Documento sobre estrategia fiscal para 2014 publicado a finales de abril. Posteriormente, el 30 de mayo, el Tribunal Constitucional portugués declaró inconstitucionales medidas de consolidación que, según las estimaciones, modificarán los resultados presupuestarios de 2014 en torno al 0,4 % del PIB, y cuyos efectos también podrían notarse en 2015. De cara al futuro, Portugal debe asegurar que continúa avanzando con la consolidación fiscal, a fin de asegurar una reducción rápida de su ratio de deuda pública bruta, todavía elevada, que se situó en el 129 % del PIB en 2013.

En Irlanda, el déficit de las Administraciones Públicas descendió hasta situarse en el 7,2 % del PIB en 2013, por lo que se situó muy por debajo del objetivo del 7,5 % del PIB. Los objetivos de déficit en relación con el PIB fijados en la actualización del programa de estabilidad de 2014, que son el 4,8 % para 2014 y el 2,9 % para 2015, no se han modificado con respecto a los del programa de estabilidad del año anterior. Con arreglo a las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, el déficit se reducirá

hasta situarse en el 4,7% y el 4,2% del PIB en 2014 y 2015, respectivamente, lo que señala el riesgo de que aunque se alcance el objetivo de déficit establecido en el PDE para 2014, el plazo para la corrección del déficit excesivo, fijado en el año 2015, se incumpliría por un amplio margen si no se adoptan medidas de consolidación adicionales. Según la actualización del programa de estabilidad de 2014, será necesario aplicar medidas por importe de unos 2 mm de euros (el 1,2% del PIB) para cumplir el objetivo de déficit de 2015 que todavía han de especificarse (a más tardar en el contexto de los presupuestos de 2015). La Comisión prevé que la deuda en relación con el PIB de las Administraciones Públicas disminuya gradualmente desde el máximo del 123,7% registrado en 2013 hasta el 120% en 2015.

En Chipre, el déficit de las Administraciones Públicas fue del 5,4% del PIB en 2013, y el objetivo de déficit primario del 3,6% del PIB establecido en el marco del programa de ajuste de la UE y el FMI se superó en 1,6 puntos porcentuales. En sus previsiones de primavera de 2014, la Comisión Europea proyectaba un incremento del déficit hasta alcanzar el 5,8% del PIB en 2014 y el 6,1% en 2015. Después de la publicación de estas previsiones, la cuarta misión de revisión efectuada en el contexto del programa de ajuste de la UE y el FMI llegó a la conclusión de que los objetivos presupuestarios del primer trimestre de 2014 se habían cumplido con un cómodo margen, debido a una evolución mejor de la esperada de los ingresos y a una ejecución presupuestaria prudente. El objetivo del programa es que el déficit de las Administraciones Públicas sea del 2,8% del PIB en 2016, de conformidad con el plazo fijado en el marco del PDE para este país, y un superávit primario del 4% del PIB para 2018, con el fin de que la deuda pública se sitúe en una senda descendente sostenida.

### RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL

Pese a los sustanciales progresos realizados en el ámbito de la consolidación fiscal, son necesarios mayores esfuerzos de ajuste para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en la zona del euro en su conjunto. Varios países siguen sujetos a PDE, y parece que algunos corren el riesgo de no lograr corregir sus déficits excesivos en el plazo fijado, pese a las ampliaciones concedidas el año pasado. En vista de las mejores perspectivas macroeconómicas, no existen motivos para seguir postergando la corrección de los déficits excesivos. En su lugar, en caso necesario, los países deben redoblar sus esfuerzos de saneamiento presupuestario para cumplir las exigencias del PEC.

A medida que aumente el número de países que dejen de estar sujetos al PDE y en los que pase a aplicarse el componente preventivo del PEC, será importante que los países alcancen los objetivos a medio plazo en los períodos acordados. A este respecto, las expectativas de que la consolidación fiscal prácticamente se estanque en 2014 y 2015 son preocupantes, ya que es evidente que no se cumplirían las exigencias del PEC. Tomando como base las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, no se espera que los países que todavía no han alcanzado su objetivo a medio plazo cumplan la exigencia de reducir su saldo estructural al menos un 0,5% del PIB al año. En un entorno de menores presiones de los mercados y de recuperación económica, un reto que deberá afrontarse será mantener el esfuerzo de consolidación presupuestaria en el medio plazo. En este contexto se han de tener presentes las enseñanzas extraídas del período anterior a la crisis, concretamente que las épocas de bonanza económica deben utilizarse para constituir suficientes reservas fiscales para tiempos difíciles. De hecho, en varios países, el nivel de deuda de las Administraciones Públicas sigue siendo elevado y todavía no se ha situado en una senda descendente. Además, los pasivos explícitos y contingentes, que en determinados casos son considerables, constituyen un desafío para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas en algunos países.

En vista, en particular, de las crecientes presiones sobre el gasto a largo plazo derivadas del envejecimiento de la población, las estrategias de consolidación fiscal deben centrarse en la reducción del gasto público al

tiempo que se mantiene el gasto productivo. A tal fin, estas estrategias deben preservar el gasto público en educación, I+D e infraestructuras, que promueven el crecimiento. Al mismo tiempo, las revisiones del gasto pueden aumentar su eficiencia en estas y otras áreas, así como mejorar la fijación de objetivos de gasto social. Se ha de dar alta prioridad a la adopción de medidas que contribuyan a incrementar la eficiencia de los servicios públicos, mejorar la sostenibilidad del gasto social (incluidas las prestaciones por desempleo, las pensiones y la atención sanitaria) y reducir el gasto que representan los salarios públicos. En cuanto al lado del gasto de los presupuestos nacionales, las reformas deberían reducir los efectos distorsionantes de los impuestos y la evasión de impuestos. Algunos países todavía parecen disponer de margen para seguir desplazando las estructuras tributarias hacia los impuestos indirectos, sobre la propiedad y la energía. También es necesario realizar esfuerzos para eliminar las exenciones fiscales no justificadas y ampliar las bases impositivas. Cualquier reforma tributaria que tenga como objetivo reducir la carga fiscal a fin de aumentar los incentivos para el empleo debe tener la financiación adecuada. Además, en muchos países parece que pueden obtenerse considerables ganancias potenciales de mejoras adicionales de la administración tributaria.

Actualmente, los países están matizando sus esfuerzos por ajustar los marcos presupuestarios nacionales al marco de gobernanza reforzado de la UE. La Comisión Europea realizará un análisis detallado y elaborará un informe en el segundo semestre de este año para determinar si las disposiciones del pacto fiscal se han transpuesto plenamente a la legislación nacional. Además, de conformidad con el «two-pack» (Reglamento nº 473/2013), los países de la zona del euro están obligados a crear una autoridad independiente, un consejo fiscal, encargado de realizar un seguimiento del cumplimiento de las reglas fiscales nacionales y, en su caso, de valorar la necesidad de activar el mecanismo de corrección. Si los consejos fiscales son plenamente independientes, están dotados de un mandato amplio y tienen capacidad para ejercer presión, pueden desempeñar un importante papel en el fomento de la disciplina presupuestaria e incrementar la adhesión nacional a las reglas fiscales europeas. Aunque todos los países de la zona del euro ya han establecido un consejo fiscal o están en proceso de crearlo, sus características varían, lo que en algunos casos podría plantear dudas sobre su efectividad para fomentar la disciplina presupuestaria (véase recuadro 8).

#### Recuadro 8

##### LOS CONSEJOS FISCALES DE LOS PAÍSES DE LA UE

El marco de gobernanza fiscal de la UE mejorado recientemente ha contribuido, entre otras cosas, a ampliar el papel y las funciones de las autoridades nacionales de vigilancia fiscal, con el fin de tratar de promover la disciplina presupuestaria y de lograr mayor adhesión nacional a las reglas fiscales de la UE<sup>1</sup>. Los consejos fiscales suelen definirse como instituciones públicas independientes cuyo objetivo es reforzar los compromisos con la sostenibilidad de las finanzas públicas. De conformidad con los reglamentos que conforman el denominado «two-pack<sup>2</sup>», los países de la zona del euro deben dotarse de un órgano independiente, como un consejo fiscal, que se encargue de efectuar un seguimiento del cumplimiento de las reglas presupuestarias numéricas, y cuando corresponda, valorar la

1 Véase el recuadro titulado «Entrada en vigor de un marco de gobernanza económica reforzado», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011.

2 Véase el Diario Oficial de la Unión Europea, DO L 140, 27.05.2013, y la versión en inglés del recuadro titulado «The 'two-pack' regulations to strengthen economic governance in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2013.

necesidad de activar el mecanismo de corrección previsto en el Pacto Fiscal (fiscal compact)<sup>3</sup>. Además, las previsiones macroeconómicas deben ser elaboradas o estar avaladas por un órgano independiente, aunque no necesariamente tiene que ser el consejo fiscal. El plazo límite fijado para la creación de estos consejos era octubre de 2013.

La exigencia de contar con un consejo fiscal constituye un paso importante hacia el fortalecimiento de los marcos presupuestarios nacionales. Aunque la experiencia en relación con estas instituciones independientes todavía es limitada, ha demostrado que pueden mejorar la disciplina presupuestaria con su labor de seguimiento del cumplimiento de los objetivos presupuestarios por parte de los Gobiernos, de valoración crítica de la idoneidad de las políticas fiscales y, como autoridad independiente, de formulación de recomendaciones sobre cuestiones específicas de política fiscal<sup>4</sup>.

En general, para que los consejos fiscales tengan un impacto positivo en la formulación de la política fiscal, cuatro características parecen ser esenciales. Los consejos fiscales deben: i) ser totalmente independientes y estar libres de injerencias políticas, a fin de desarrollar o mantener la credibilidad institucional; ii) tener un mandato amplio, que también les permita iniciar sus propias evaluaciones; iii) disponer de recursos suficientes para cumplir su mandato, y iv) tener voz propia con el objetivo de que, en caso necesario, puedan movilizar a la opinión pública a fin de contrarrestar los incentivos políticos para adoptar políticas fiscales inadecuadas. En líneas generales, los requisitos recogidos en el «two-pack» reúnen estas cuatro características.

En este recuadro se presenta una descripción de los esfuerzos realizados recientemente por los Estados miembros de la UE para crear consejos fiscales, y la configuración concreta que han adoptado estos organismos.

### Recientemente se han creado muchos consejos fiscales

En la actualidad, 19 Estados miembros de la UE disponen de un consejo fiscal en funcionamiento, casi cuatro veces más que en 2007. De estos países, 13 han creado este organismo recientemente (véase cuadro). En cinco países, el mandato de instituciones públicas ya existentes —en la mayoría de los casos un consejo fiscal— se ha ampliado para incluir las exigencias del marco presupuestario mejorado.

El número de consejos fiscales operativos seguirá incrementándose en los próximos meses. En varios países ya se ha aprobado legislación para el establecimiento de esta institución, pero el proceso de creación no ha concluido y se está contratando a sus miembros o se están preparando o debatiendo proyectos legislativos para su creación. Los únicos Estados miembros de la UE en los que actualmente no se está debatiendo ninguna iniciativa legislativa para establecer una autoridad de responsabilidad fiscal son la República Checa y Polonia, países que no están vinculados por los reglamentos que componen el «two-pack».

3 Los requisitos que deben cumplir los consejos fiscales se recogen fundamentalmente en el «two-pack», únicamente que solo es aplicable en los países de la zona del euro. No obstante, también se hace referencia a estos consejos fiscales en el Pacto Fiscal, que afecta a todas las partes contratantes, y en los principios comunes de la Comisión Europea publicados en junio de 2012.

4 Para una valoración del impacto de las reglas fiscales y de los consejos fiscales en los resultados presupuestarios, véase, por ejemplo, X. Debrun, D. Hauner y M.S. Kumar, «Independent Fiscal Agencies», *Journal of Economic Surveys*, vol. 23, 2009, pp. 44-81, en el que se llega a la conclusión de que los consejos fiscales tienden a tener un impacto positivo en dichos resultados mediante la introducción de reglas fiscales o una mejor aplicación de estas reglas. Véase también *The functions and impact of fiscal councils*, FMI, 2013, en el que se presenta un análisis de la manera en que algunas de las principales características de los consejos fiscales, como la independencia (funcional) y una estrategia de comunicación efectiva, están relacionados con mejores resultados presupuestarios.

## Sinopsis de los consejos fiscales en la UE y de sus mandatos

	Nombre	Año de creación <sup>1)</sup>	Institución a la que está adscrito <sup>2)</sup>	Cumplimiento de las reglas fiscales	Mandato			Nombramiento <sup>4)</sup>	Cumplir o explicar	
					Mecanismo de corrección	Proyecciones macroeconómicas				
						Elaboración <sup>3)</sup>	Aval	Evaluación <sup>3)</sup>		
Bélgica	Alto Consejo de Finanzas	2014 [1989]		x	x	S			G	x
Bulgaria		En proyecto		x	x				P	
República Checa	--									
Dinamarca	Consejo Económico Danés	2014 [1962]		x		x			G	x
Alemania	Consejo de Estabilidad/ Consejo de expertos Independientes	2013 [2010]		x					G/O	
Estonia	Consejo Fiscal	2014	Banco Central	x	x		x		O	x
Irlanda	Consejo Asesor Fiscal Irlandés	2012		x			x		G	x
Grecia		En proyecto		x						x
España	Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal	2014		x	x		x		P	x
Francia	Alto Consejo de Finanzas Públicas	2013	Tribunal de Cuentas	x	x			x	P/O	x
Croacia	Comité de Política Fiscal	2013		x	x			x	P	x
Italia	Oficina Parlamentaria de Presupuestos	2014		x	x			x	P	x
Chipre	Consejo Fiscal	2014		x	x		x		G	
Letonia	Consejo Fiscal	2014		x		x			P	
Lituania		En proyecto	Tribunal de Cuentas	x	x		x			x
Luxemburgo	Consejo Fiscal	En proyecto		x	x			x	P/G/O	
Hungría	Consejo Fiscal	2008							O	
Malta	Consejo Fiscal	En proyecto	Tribunal de Cuentas	x						
Países Bajos	Autoridad Presupuestaria Independiente	2014	Consejo de Estado	x		S			G	x
Austria	Consejo Asesor Fiscal	2013 [1970]	Banco Central	x	x	S			G/O	
Polonia	--									
Portugal	Consejo de Finanzas Públicas	2012		x	x				G/O	
Rumanía	Consejo Fiscal	2010		x	x		x		P	x
Eslovenia		En proyecto				S				
Eslovaquia	Consejo de Responsabilidad Presupuestaria	2012			x				P	
Finlandia	Tribunal de Cuentas	2013		x				S	G	x
Suecia	Consejo de Política Fiscal	2007		x					G	
Reino Unido	Oficina de Responsabilidad Presupuestaria	2010		x		x			G	x

Fuente: SEBC.

1) Año de creación del consejo fiscal y, en su caso, indicación del año en que se amplió el mandato entre corchetes.

2) En caso de que el consejo fiscal esté adscrito a otra institución pública, como el banco central, el Tribunal de Cuentas, etc.

3) «S» indica que las previsiones son elaboradas o están avaladas por una institución diferente. Por ejemplo, en Bélgica, Países Bajos, Austria y Eslovenia, una institución independiente diferente elabora las proyecciones macroeconómicas.

4) La columna «Nombramiento» se refiere únicamente a nombramientos de los miembros del Consejo Fiscal. «G» indica que son designados por el Gobierno o un ministerio, «P» por el Parlamento y «O» por otra institución (por ejemplo, el banco central).

En la mayoría de los países, los consejos fiscales son instituciones públicas separadas e independientes, cuyas funciones y grado de autonomía funcional están definidos en la legislación nacional. No obstante, en unos pocos países, estos consejos están adscritos a otra institución pública como el banco central, el Tribunal de Cuentas nacional o el Parlamento (véase cuadro), como es el caso de Bélgica, Países Bajos y Austria, en los que una institución diferente e independiente se encarga de elaborar las previsiones macroeconómicas.

### ¿Cuáles son los mandatos de los consejos fiscales de la UE?

El mandato de los consejos fiscales de la UE muestra considerables diferencias en los distintos países. No todos los consejos fiscales de los países de la zona del euro parecen tener mandatos plenamente acordes con las exigencias del «two-pack» (que no es vinculante para los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro). En la mayoría de los países, el mandato del consejo fiscal se centra en el seguimiento del cumplimiento de las reglas presupuestarias. En menos de la mitad de los Estados miembros de la UE, los consejos fiscales también participan en el seguimiento o en la evaluación para determinar si se activa el mecanismo de corrección, como se recoge en el Pacto Fiscal, en caso de que se produzca una desviación considerable con respecto a las reglas presupuestarias.

Sin embargo, la participación de los consejos fiscales en la elaboración de las previsiones macroeconómicas y presupuestarias está menos generalizada. Los consejos fiscales o instituciones separadas e independientes preparan sus propias previsiones macroeconómicas solo en algunos países (véase cuadro)<sup>5</sup>, mientras que, en unos pocos, se prevé que estos consejos avalen las previsiones macroeconómicas del gobierno<sup>6</sup>. A su vez, las previsiones presupuestarias, elaboradas por el Gobierno en todos los países, únicamente son examinadas y deben ser avaladas por un organismo independiente en Rumanía, Eslovaquia y Reino Unido<sup>7</sup>. En varios países, el consejo fiscal tiene la obligación de realizar una evaluación de las previsiones del Gobierno, lo que constituye una herramienta más laxa que el aval de este organismo. La publicación de informes sobre los resultados de las evaluaciones puede desempeñar un importante papel para influir en la opinión pública. Por ejemplo, en su recomendación de 23 de abril de 2014, el Alto Consejo de Finanzas Públicas de Francia consideró que, si bien los supuestos de crecimiento del PIB del Gobierno para 2014 eran realistas, el escenario para 2015, que también contemplaba sustanciales recortes del gasto, era demasiado optimista, ya que se basaba en el cumplimiento simultáneo de varios supuestos favorables.

Además, en algunos países, las funciones asignadas a los consejos fiscales exceden las exigencias del «two-pack». En concreto, casi la mitad de los consejos fiscales o instituciones independientes de la zona del euro evalúa la sostenibilidad a largo plazo de la política fiscal, mientras que varios de ellos valoran también el grado de cumplimiento de las reglas sobre la deuda y el gasto, la situación económica y financiera de empresas públicas, el coste de las medidas presupuestarias o la calidad de las finanzas públicas. Por otra parte, en determinados países, estos consejos se encargan de formular orientaciones sobre la fijación de objetivos fiscales en distintos niveles de la Administración, y la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal de España constituye un ejemplo reciente.

5 Entre estos países se incluyen Bélgica, Dinamarca, Letonia, Países Bajos, Austria, Eslovenia y Reino Unido. Sin embargo, en Dinamarca y en Letonia, el Gobierno no tiene la obligación de utilizar las previsiones elaboradas por el consejo fiscal.

6 En caso de que esté previsto que los consejos fiscales avalen las previsiones, debe especificarse un procedimiento para ello, que incluya un plazo para la adopción de medidas y la aportación de detalles sobre las posibles consecuencias. Por lo tanto, una decisión negativa del consejo fiscal debería dar lugar a una revisión de las previsiones, que iría más allá del principio de «cumplir o explicar».

7 Con arreglo a los reglamentos que componen el «two-pack», los Gobiernos pueden decidir que un órgano independiente participe en la elaboración de las previsiones presupuestarias, pero no tienen la obligación de hacerlo.

### ¿En qué medida serán efectivos los consejos fiscales para promover la disciplina presupuestaria?

Dado que, en la mayor parte de los países de la UE, los consejos fiscales se han creado recientemente o su mandato simplemente se ha modificado, y que existen considerables diferencias en cuanto a la estructura concreta de estas instituciones y a su (posible) influencia en la política fiscal, resulta difícil valorar su efectividad en estos momentos.

No obstante, para realizar una valoración preliminar de su efectividad, resulta instructivo considerar de cuánto margen de maniobra potencial disponen. En promedio, el margen de maniobra y la capacidad de influencia de los consejos fiscales parecen ser bastante limitados. Ninguno de los Gobiernos de los países de la zona del euro tiene obligación de tener en cuenta las recomendaciones formuladas por el consejo fiscal<sup>8</sup>. Algunos países, sin embargo, cuentan con una herramienta de presión más laxa plasmada en el principio de «cumplir o explicar»<sup>9</sup>, que exige que los gobiernos acaten las recomendaciones de los consejos fiscales o expliquen públicamente los motivos para apartarse de ellas. En la mayoría de los países de la zona del euro no se prevé la realización de un seguimiento de las medidas correctoras adoptadas en caso de incumplimiento. Con todo, incluso en los casos en los que el Gobierno no está legalmente obligado a seguir las recomendaciones, los consejos fiscales pueden hacer un uso efectivo de la posibilidad de ejercer presiones mediante su influencia en la opinión pública. Un ejemplo reciente a este respecto es la valoración crítica del Fiskalrat (Consejo Asesor Fiscal) de Austria de los planes presupuestarios del Gobierno, publicada el 19 de mayo de 2014, que fue ampliamente mencionada en los medios de comunicación nacionales.

Además, la efectividad de los consejos fiscales dependerá en gran medida de si son independientes y están libres de injerencias políticas y de si tienen autonomía funcional. Un consejo fiscal plenamente independiente y creíble incrementa el coste político que supone para el Gobierno el incumplimiento de sus compromisos. Por lo tanto, es importante que se prohíba legalmente la injerencia política y que los miembros del consejo sean designados por su competencia y experiencia, en lugar de por preferencias políticas. Ciertamente hay varios ejemplos alentadores entre los Estados miembros de la UE en lo que respecta a la forma en que se están constituyendo los consejos fiscales. Por ejemplo, en la mayoría de los países, los miembros del consejo fiscal proceden del mundo académico o son expertos ajenos al Gobierno. Asimismo, la mayor parte del personal ha sido contratado en función de su competencia y experiencia. No obstante, en algunos países también existe el riesgo de injerencia política, en particular en los casos en los que es el Gobierno, en lugar del Parlamento, el que nombra a los miembros del consejo fiscal, y los expertos contratados para prestarles asistencia proceden de organismos públicos (véase cuadro). Además, en determinados países, los recursos de los que disponen los expertos no siempre son suficientes, lo que podría impedir que los consejos fiscales realicen un trabajo de alta calidad. En la mayoría de los casos, el número de expertos que prestan asistencia a los miembros del consejo fiscal oscila entre dos y diez. Aun así, también hay excepciones notables, ya que algunos consejos cuentan con bastante más personal (en particular, en los casos en los que el consejo también participa en la elaboración de previsiones).

8 Fuera de la zona del euro, el consejo fiscal de Croacia, por ejemplo, goza de un alto grado de influencia.

9 Entre estos países se incluyen Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Lituania, Países Bajos y Finlandia. Una deficiencia importante de la legislación que conforma el «two-pack» es que no se exige a los países que apliquen el principio de «cumplir o explicar» (con la excepción de las proyecciones macroeconómicas, que deben elaborarse o avalarse respetando este principio) ni obliga a los Gobiernos a seguir las recomendaciones de los consejos.

## Conclusiones

El marco presupuestario revisado de la UE exige que los Estados miembros establezcan un consejo fiscal que se encargue de realizar un seguimiento del cumplimiento de las reglas presupuestarias numéricas y de valorar la necesidad de activar el mecanismo de corrección. Esto constituye un paso importante para lograr mayor disciplina presupuestaria y fortalecer la adhesión nacional a las reglas fiscales de la UE. Es alentador observar que todos los países de la zona del euro ya han creado un consejo fiscal o están en proceso de crearlo. Los países que todavía no han aprobado legislación para establecer un consejo fiscal deberían completar el proceso a la mayor brevedad posible. Existe cierta heterogeneidad en la manera en que los distintos países han organizado estos consejos, y aunque esto también refleja circunstancias específicas de cada país, en algunos, las características de los consejos fiscales podrían plantear dudas sobre su independencia respecto de injerencias del gobierno, sus recursos y su mandato, así como sobre su margen de maniobra. Con todo, la realización de una valoración completa de su efectividad no será posible hasta que lleven funcionando unos años.



## ARTÍCULO

# PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE JUNIO DE 2014 ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>



*De acuerdo con las proyecciones, la recuperación de la economía de la zona del euro se reforzará de forma gradual a lo largo del horizonte temporal considerado, respaldada por incrementos de la demanda interna y, en menor medida, de la demanda externa. La demanda interna se está beneficiando de la orientación acomodaticia de la política monetaria, del retorno de una orientación presupuestaria prácticamente neutral, de la mejora de las condiciones de financiación y del aumento de la confianza en un entorno de descenso de la incertidumbre. Asimismo, la renta real disponible se está viendo respaldada por un crecimiento gradual de los salarios y por la bajada de los precios de la energía. Al mismo tiempo, los efectos adversos sobre las perspectivas económicas, derivados de la necesidad de nuevos ajustes en los balances y del elevado nivel de desempleo, se reducirán gradualmente durante el horizonte temporal de las proyecciones. Se espera que la demanda externa se beneficie de una recuperación gradual de la economía mundial, aunque es probable que, inicialmente, su efecto positivo en las exportaciones de la zona del euro se vea parcialmente compensado por los efectos de la apreciación del tipo de cambio del euro. Se prevé que el crecimiento del PIB real se incremente en un 1,0% en 2014, un 1,7% en 2015 y en un 1,8% en 2016. Estos incrementos representan tasas superiores al crecimiento estimado del producto potencial, por lo que contribuyen a una reducción gradual de la brecha de producción negativa, al tiempo que se observa un ligero descenso de la tasa de desempleo.*

*La inflación medida por el IAPC en la zona del euro aumentará gradualmente durante el horizonte temporal considerado, aunque se mantendrá en niveles bajos. Se espera que la inflación se incremente desde el 0,7%, registrado en el primer trimestre de 2014, hasta el 1,5% en el último trimestre de 2016, y que su tasa media se sitúe en un 0,7% en 2014, un 1,1% en 2015 y un 1,4% en 2016. El repunte proyectado de la inflación medida por el IAPC refleja el fortalecimiento gradual de la recuperación económica, que está propiciando un aumento del crecimiento de los salarios y de los beneficios en la zona del euro. El supuesto referido a la subida de los precios de las materias primas no energéticas y de las importaciones de bienes manufacturados implica también un impacto al alza sobre la inflación. Al mismo tiempo, el incremento previsto de la inflación debería verse contenido por los descensos esperados de los precios del petróleo, el efecto retardado de la acusada apreciación del tipo de cambio del euro desde mediados de 2012 y la persistente atonía de la economía. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumentará gradualmente desde el 1,0% en 2014 hasta el 1,2% en 2015 y hasta el 1,5% en 2016, situándose en el 1,7% antes del final de 2016.*

*En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de marzo de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado ligeramente a la baja, desde el 1,2% hasta el 1,0%, como reflejo del resultado más débil de lo esperado correspondiente al primer trimestre. En contraste, la proyección para 2015 se ha revisado al alza, desde el 1,5% hasta el 1,7%, en el contexto de una recuperación más fuerte de la renta real disponible. La inflación medida por el IAPC en 2014 se ha revisado a la baja desde el 1,0% hasta el 0,7%, en gran parte como reflejo de los resultados de la inflación medida por el IAPC más bajos de lo esperado de los últimos meses. Para 2015 y 2016, las proyecciones de la inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja desde el 1,3% hasta el 1,1% y desde el 1,5% hasta el 1,4%, respectivamente.*

<sup>1</sup> Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los últimos datos incluidos en este ejercicio fue el 21 de mayo de 2014.



En el presente artículo se resumen las proyecciones macroeconómicas de la zona del euro para el período comprendido entre 2014 y 2016. No obstante, las proyecciones para un horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado<sup>2</sup>, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas.

## ENTORNO INTERNACIONAL

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará gradualmente durante el horizonte contemplado en las proyecciones, desde el 3,6 % en 2014 hasta el 4,0 % en 2015 y el 4,1 % en 2016. Los datos disponibles apuntan a un descenso del impulso en las economías avanzadas en el primer trimestre del año, relacionado en parte con factores de naturaleza temporal como las temperaturas extremadamente bajas experimentadas en América del Norte. No obstante, considerando la volatilidad a largo plazo, los resultados de las encuestas indican un ritmo de crecimiento razonablemente fuerte. El crecimiento ha descendido en las economías emergentes debido a la debilidad de la demanda interna, a la reversión de los flujos de capital a estas economías y a la reducción del margen para la aplicación de nuevas políticas internas de apoyo al crecimiento. Los mercados financieros se han estabilizado en las economías emergentes desde el episodio de volatilidad de principios de 2014, aunque en muchos países las condiciones de financiación se han endurecido muy considerablemente desde mediados de 2013, lo que ha afectado a la actividad económica. De cara al futuro, se espera un fortalecimiento de la actividad mundial. La moderación del desapalancamiento del sector privado y del saneamiento de las finanzas públicas, junto con la mejora de los mercados laborales, deberían respaldar la demanda interna en las economías avanzadas. Por su parte, el fortalecimiento de la demanda en las economías avanzadas debería fomentar un repunte en el resto del mundo. Con todo, es probable que el crecimiento se vea restringido en algunas economías emergentes como consecuencia de factores estructurales, como estrangulamientos en las infraestructuras y restricciones de capacidad, mientras que en aquellos países que tenían una fuerte dependencia de entradas de capital y mostraban un fuerte crecimiento del crédito, es probable que la actividad se vea frenada mientras sus economías se reequilibran y se ajustan al cambio de orientación de la política monetaria de Estados Unidos.

El comercio exterior ha perdido cierto impulso desde finales del año pasado. De cara al futuro, la reactivación de la actividad en las economías avanzadas —particularmente en inversión, que tiene un elevado contenido de importaciones— debería impulsar una aceleración del comercio exterior durante el horizonte temporal de las proyecciones. Sin embargo, no se considera probable una expansión del comercio mundial al mismo ritmo que en las décadas de los noventa y del 2000, en las que las grandes economías emergentes se estaban integrando en la economía mundial. En consecuencia, en comparación con las proyecciones anteriores, el escenario de referencia de las proyecciones se basa en el supuesto de una

2 Véase el artículo titulado «Evaluación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema», BCE, Boletín Mensual, mayo del 2013.

### Cuadro I Entorno internacional

(tasas de variación anuales)

	Junio 2014				Marzo 2014			Revisiones desde marzo de 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0
Comercio mundial (excluida la zona del euro) <sup>1)</sup>	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3
Demanda externa de la zona del euro <sup>2)</sup>	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2

1) Calculado como la media ponderada de las importaciones.

2) Calculada como la media ponderada de las importaciones de los socios comerciales de la zona del euro.

Nota: Las revisiones se calculan a partir de cifras sin redondear.

elasticidad a largo plazo del comercio exterior respecto a la actividad mundial, menor a la observada antes de la crisis financiera mundial. El comercio mundial (excluida la zona del euro) aumentará desde el 4,3 % en 2014 hasta el 5,7 % en 2015 y el 5,9 % en 2016. Considerando que se espera que el ritmo de crecimiento de la demanda de importaciones de los principales socios comerciales de la zona del euro sea más lento que el del resto del mundo, se estima que el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro será ligeramente más débil que el del comercio mundial (véase el cuadro 1).

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de marzo de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado ligeramente a la baja, desde el 3,9 % hasta el 3,6 %. Las perspectivas para la demanda exterior de la zona del euro se han revisado a la baja durante todo el horizonte temporal de las proyecciones.

#### Recuadro 1

#### SUPUESTOS TÉCNICOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS, LOS TIPOS DE CAMBIO, LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LAS POLÍTICAS FISCALES

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 14 de mayo de 2014. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del 0,3 % en 2014, del 0,3 % en 2015 y del 0,4 % en 2016. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 2,4 % en 2014, del 2,6 % en 2015 y del 3,0 % en 2016<sup>1</sup>. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos, se espera que los tipos de interés compuestos aplicados por las entidades a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro se mantengan prácticamente estables en 2014 y 2015 y que posteriormente suban gradualmente.

En cuanto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se considera que los precios del barril de Brent descenderán desde 108,8 dólares estadounidenses en 2013 hasta 98,2 en 2016. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses se incrementarán ligeramente en 2014 y aumentarán algo más rápidamente en 2015 y 2016<sup>2</sup>.

Se considera que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos

- 1 El supuesto referido al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media ponderada de los rendimientos del bono de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual y ampliada por la trayectoria futura derivada del rendimiento de todos los bonos a la par a diez años de la zona del euro elaborada por el BCE, manteniendo constante la discrepancia inicial entre las dos series a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones. Se asume que los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de cada país y la media correspondiente de la zona del euro se mantienen constantes durante el horizonte temporal contemplado.
- 2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de las materias primas alimentarias se basan en los precios de los futuros hasta el final del período de proyección. Los supuestos referidos a otras materias primas no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el segundo trimestre de 2015 y, a partir de entonces, experimentarán una evolución acorde con la actividad económica mundial. Los precios agrícolas en origen en la UE (en euros), que ahora se utilizan para predecir los precios de consumo de los alimentos, se proyectan sobre la base de un modelo econométrico que tiene en cuenta la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimentarias.

## Supuestos técnicos

	Junio 2014				Marzo 2014			Revisiones desde marzo de 2014 <sup>1</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euríbor a tres meses (en porcentaje, por año)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje, por año)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Precio del petróleo (en USD por barril)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
Tipo de cambio USD/EUR	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (tasa de variación anual)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

1) Las revisiones se expresan en porcentajes para los niveles, en diferencias para las tasas de crecimiento y en puntos porcentuales para los tipos de interés y los rendimientos de los bonos.

Nota: Las revisiones se calculan a partir de cifras sin redondear.

de 14 de mayo de 2014. Esto implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,38 entre 2014 y 2016, lo que representa un incremento del 4,2% respecto al nivel de 2013. Se estima que durante el horizonte temporal de las proyecciones, el tipo de cambio efectivo del euro se apreciará un 2,7% respecto a 2013.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en las leyes presupuestarias aprobadas de los países de la zona del euro, sus planes presupuestarios a medio plazo y las medidas concretadas en las actualizaciones de sus programas de estabilidad disponibles desde el 21 de mayo de 2014, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que han sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y que probablemente sean aprobadas tras su tramitación legislativa. En conjunto, estos supuestos muestran, en promedio, un reducido grado de saneamiento presupuestario durante el horizonte de las proyecciones, sobre la base de los planes presupuestarios para 2014, y una información limitada para 2015 y 2016. El saneamiento presupuestario implícito en los supuestos durante el horizonte de las proyecciones es considerablemente inferior al observado en los últimos años.

En comparación con el Boletín Mensual de marzo de 2014, las principales variaciones de los supuestos técnicos incluyen un descenso de los tipos de interés a corto y a largo plazo en la zona del euro. Si bien los precios del petróleo denominados en dólares estadounidenses son ligeramente más altos que en marzo, se observa también una ligera apreciación del tipo de cambio del euro.

## PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El PIB real de la zona del euro se incrementó en un 0,2% en el primer trimestre de 2014, registrando el cuarto aumento trimestral consecutivo. Los resultados de las encuestas indican una estabilización de la confianza empresarial en distintos sectores y países durante los últimos meses, en niveles próximos o superiores al de sus medias a largo plazo, apuntando a un mayor incremento de la actividad en el segundo trimestre de 2014. De acuerdo con las proyecciones, el dinamismo subyacente del crecimiento aumentará, particularmente en algunas de las economías con dificultades. El repunte esperado de la actividad debería verse respaldado principalmente por un fortalecimiento de la demanda interna, debido a la orientación acomodaticia de la política monetaria, al retorno de una orientación presupuestaria prácticamente neutral tras varios años de sustanciales restricciones presupuestarias, al retorno de condiciones neutrales de oferta de crédito y a la mejora de la confianza de las empresas y de los hogares en un entorno de descenso de la incertidumbre. En particular, el consumo privado debería beneficiarse del impacto favorable del crecimiento de los salarios y del descenso de los precios de la energía en la renta real disponible.

Asimismo, se espera que la actividad se vea apoyada en mayor medida por un fortalecimiento gradual de la demanda externa, aunque es probable que la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro frene inicialmente el crecimiento de las exportaciones. Al mismo tiempo, se espera que el efecto adverso en las perspectivas para la demanda interna, derivado de la necesidad de nuevos ajustes en los balances de los sectores público y privado y, en particular, del alto nivel de desempleo en algunos países, disminuya gradualmente durante el horizonte temporal de las proyecciones, puesto que podrían surgir restricciones a la oferta de trabajo en otros países. En términos medios anuales, el PIB real aumentará un 1,0% en 2014, un 1,7% en 2015 y un 1,8% en 2016. Esta evolución obedece a un aumento sostenido de la contribución de la demanda interna, combinado con un pequeño estímulo positivo procedente de las exportaciones netas. Dado que se proyecta que el crecimiento supere su tasa potencial estimada, se espera un estrechamiento de la brecha de producción y que siga siendo negativa al final del horizonte de las proyecciones.

Considerando los componentes de la demanda con mayor detalle, se proyecta que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro cobren dinamismo en 2014 y 2015, debido al fortalecimiento gradual de la demanda exterior de la zona del euro y a la desaparición gradual de los efectos adversos de la reciente apreciación del euro. Las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro se reducirán ligeramente durante el horizonte considerado, si bien a ritmos considerablemente dispares en los distintos países de la zona del euro, debido a la diversa evolución de la competitividad. Las exportaciones dentro de la zona del euro crecerán más despacio que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona, como consecuencia de la relativa debilidad de la demanda interna que sigue observándose en la zona del euro.

Se espera que durante el horizonte temporal de las proyecciones se produzca un repunte gradual de la inversión empresarial, respaldado por el fortalecimiento de la demanda interna y externa, en el contexto de las necesidades acumuladas para sustituir la inversión, el nivel muy bajo de los tipos de interés, un fortalecimiento de los márgenes, un descenso de la incertidumbre y la disminución de los efectos adversos de la oferta de crédito. No obstante, se estima que el efecto combinado adverso de un descenso del crecimiento tendencial y de la necesidad de las empresas de seguir reestructurando sus balances en algunos países de la zona del euro frenará la recuperación de la inversión empresarial en el horizonte temporal contemplado en las proyecciones.

La inversión residencial repuntará gradualmente, a medida que la actividad se recupere en un entorno de tipos de interés hipotecarios bajos. No obstante, durante los próximos trimestres, los ajustes adicionales necesarios en el mercado de la vivienda de algunos países y el débil crecimiento de la renta real disponible continúan pesando sobre las perspectivas. La inversión pública seguirá siendo débil durante el horizonte temporal de las proyecciones, debido a las medidas de saneamiento presupuestario previstas en varios países de la zona del euro que contrarrestan el perfil de inversión pública más expansionista de otros países.

El empleo en términos de personas se estabilizó en el segundo semestre de 2013, y se espera que posteriormente experimente una recuperación moderada. La débil recuperación del empleo refleja el discreto repunte de la actividad, el retraso con que responde el empleo al crecimiento del producto y las nuevas reducciones de personal en el sector público en algunos países. Es probable que estos factores contrarresten los efectos positivos de las reformas en los mercados de trabajo, que han aumentado la flexibilidad y respaldado la creación de empleo en el sector privado, especialmente en algunos países con dificultades. Se espera que la población activa aumente moderadamente durante el período considerado, debido a la inmigración y a los incrementos en la participación de determinados segmentos de

la población en un entorno de mejora de la situación de los mercados laborales. La tasa de desempleo ha descendido en los últimos meses y se espera que siga bajando durante el horizonte de las proyecciones, pero que se mantenga por encima de los niveles registrados antes de la crisis. La productividad del trabajo (medida como el producto por persona ocupada) mejorará como consecuencia del repunte esperado del crecimiento del PIB real y del retraso de la respuesta del empleo a la evolución de la actividad.

**Cuadro 2 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro<sup>1</sup>**

(tasas de variación anual)

	Junio 2014				Marzo 2014			Revisiones desde marzo de 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real <sup>3)</sup>	-0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
	[0,6 - 1,4] <sup>4)</sup> [0,6 - 2,8] <sup>4)</sup> [0,5 - 3,1] <sup>4)</sup> [0,8 - 1,6] <sup>4)</sup> [0,4 - 2,6] <sup>4)</sup> [0,7 - 2,9] <sup>4)</sup>									
Consumo privado	-0,6	0,7	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Consumo público	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
Formación bruta de capital fijo	-2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Exportaciones <sup>5)</sup>	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Importaciones <sup>5)</sup>	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Empleo	-0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Tasa de desempleo (% de la población activa)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
IAPC	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
	[0,6 - 0,8] <sup>4)</sup> [0,5 - 1,7] <sup>4)</sup> [0,6 - 2,2] <sup>4)</sup> [0,7 - 1,3] <sup>4)</sup> [0,6 - 2,0] <sup>4)</sup> [0,7 - 2,3] <sup>4)</sup>									
IAPC excluida la energía	1,4	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
IAPC excluidos la energía y los alimentos	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Costes laborales unitarios	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Remuneración por asalariado	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Productividad del trabajo	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (en % del PIB)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Saldo presupuestario estructural (en % del PIB) <sup>7)</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (en % del PIB)	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Balanza por cuenta corriente (en % del PIB)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

1) Datos relativos a la zona del euro incluida Letonia, excepto el dato del IAPC en 2013. La tasa media de variación anual para el IAPC en 2014 se basa en una composición de la zona del euro en 2013 que ya incluye a Letonia.

2) Las revisiones se calculan a partir de cifras sin redondear.

3) Datos ajustados por días laborables.

4) Los intervalos en torno a las proyecciones se basan en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. La técnica utilizada para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

5) Incluido el comercio interno de la zona del euro.

6) El subíndice se basa en estimaciones del impacto efectivo de los impuestos indirectos. Puede diferir de los datos de Eurostat, que asumen una transmisión plena e inmediata del impacto de los impuestos al IAPC.

7) Calculado como saldo presupuestario ajustado de efectos transitorios del ciclo económico y de medidas temporales adoptadas por los Gobiernos. El cálculo sigue el enfoque del SEBC respecto de los saldos presupuestarios ajustados de ciclo (véase C. Bouthevillain et al., «Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach», Working Paper Series, n.º 77, BCE, septiembre de 2001) y la definición de medidas temporales del SEBC (véase J. Kremer et al., «A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances», Working Paper Series, n.º 579, BCE, enero de 2006). La proyección del saldo estructural no se obtiene a partir de una medida agregada de la brecha de producción. Según la metodología del SEBC, los componentes cíclicos se calculan por separado para diferentes partidas de ingresos y gastos. Véase un análisis a este respecto, incluida la metodología de la Comisión, en el recuadro titulado «Ajuste cíclico del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas» del Boletín Mensual de marzo de 2012.

El consumo privado cobrará cierto dinamismo durante 2014 y aumentará en mayor medida en 2015 y 2016, siguiendo de cerca el crecimiento de la renta real disponible, al tiempo que se mantiene el nivel de la tasa de ahorro. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de la renta real disponible se verá respaldado por un aumento de las rentas del trabajo, reflejo de la subida del empleo y de los salarios, un efecto menos adverso del saneamiento presupuestario y de la baja inflación. El consumo público se incrementaría moderadamente a lo largo del horizonte considerado.

Las importaciones de fuera de la zona del euro crecerán moderadamente durante el horizonte temporal de las proyecciones, aunque seguirán viéndose limitadas por la debilidad del crecimiento de la demanda total de la zona del euro. Se espera que la demanda exterior neta contribuya moderadamente al crecimiento del PIB real durante el horizonte contemplado. Se prevé que el superávit de la balanza por cuenta corriente se incremente ligeramente hasta el 2,8% en 2016.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de marzo de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado ligeramente a la baja, desde el 1,2% hasta el 1,0%, como reflejo del resultado más débil de lo esperado correspondiente al primer trimestre. La proyección referida al crecimiento del PIB real en 2015 se ha revisado ligeramente al alza, desde el 1,5% hasta el 1,7%, como consecuencia de los supuestos técnicos relativos a un descenso de los tipos de interés y de la inflación de los precios de las materias primas que respaldará las rentas reales disponibles. La proyección para 2016 se ha mantenido prácticamente sin variación.

### PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación medida por el IAPC se situó en el 0,5% en mayo de 2014. El modesto nivel actual de dicha tasa refleja un estancamiento de los precios de la energía, de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos, así como de la débil tendencia de los precios de los servicios.

Se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles bajos hasta el tercer trimestre de 2014 y que después aumente gradualmente hasta alcanzar el 1,5% antes del final del horizonte temporal de las proyecciones. El repunte gradual proyectado de la inflación medida por el IAPC refleja el fortalecimiento gradual de la recuperación económica y sus implicaciones en términos de un estrechamiento de la brecha de producción negativa y un repunte del crecimiento de los salarios y de los beneficios. El supuesto referido a la subida de los precios de las materias primas no energéticas y de las importaciones de bienes manufacturados implica también un impacto al alza sobre la inflación. No obstante, el incremento previsto de la inflación debería ser modesto y se verá contenido, en particular, por los descensos esperados de los precios del petróleo de acuerdo con los mercados de futuros, el efecto retardado de la acusada apreciación del tipo de cambio del euro desde mediados de 2012 y el hecho de que, a pesar del estrechamiento de la brecha de producción, sigue siendo posible que persista la atonía de la economía hasta 2016.

Más concretamente, se espera que la inflación de los precios de la energía aumente desde la tasa muy negativa registrada en los primeros meses de 2014, pero que siga siendo ligeramente negativa durante la mayor parte del horizonte temporal de las proyecciones, en consonancia con la trayectoria descendente de la curva de los precios de los futuros del petróleo. La contribución ligeramente negativa de los precios de la energía a la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de las proyecciones contrasta con una contribución media aproximada de 0,5 puntos porcentuales durante el período comprendido entre 1999 y 2013 y explica en gran parte las moderadas perspectivas para la inflación.

La inflación de los precios de los alimentos seguirá descendiendo hasta el tercer trimestre de 2014, debido al retraso de la transmisión de anteriores bajadas de los precios de las materias primas alimentarias y a efectos de base a la baja. Debido al incremento de los precios agrícolas en origen de la UE y a la recuperación gradual de la economía previstos, se espera que los precios de los alimentos aumenten de forma continuada durante el horizonte de las proyecciones y que su crecimiento se sitúe en una tasa media del 1,9% en 2016. La contribución de los precios de los alimentos a la inflación medida por el IAPC se situará en una media de 0,3 puntos porcentuales durante el horizonte de proyección, frente a una contribución media de unos 0,5 puntos porcentuales desde 1999.

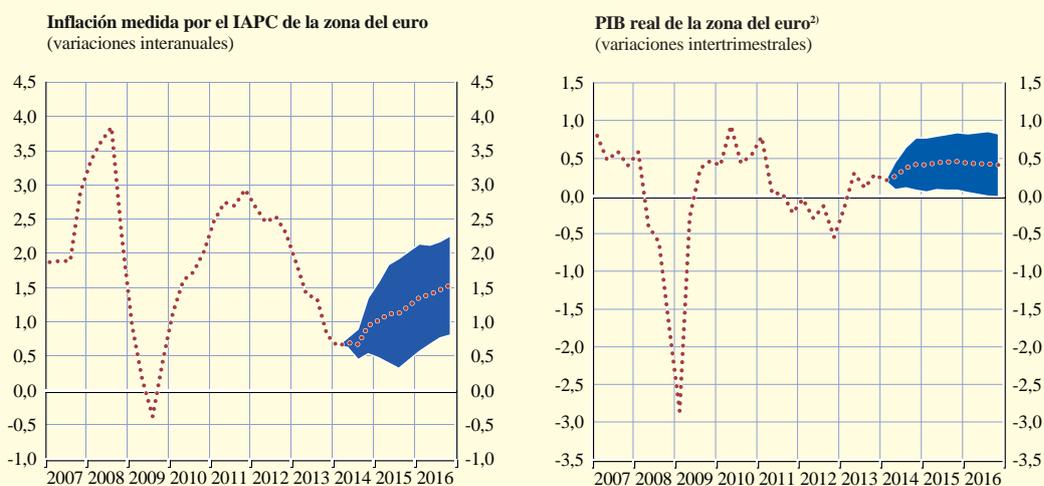
Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, haya tocado fondo durante el cuarto trimestre de 2013 y los primeros meses de 2014. Se estima que repuntará durante el horizonte temporal de las proyecciones a medida que la recuperación cobre impulso, lo que se traducirá en un aumento de las tasas de crecimiento de los salarios y de los beneficios, y que se situará en el 1,7% en el último trimestre de 2015. La contribución media de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, a la inflación se situará en 0,9 puntos porcentuales durante el horizonte de las proyecciones, lo que representa un valor ligeramente inferior a su media desde 1999.

Las subidas de impuestos indirectos incluidas en los planes de saneamiento presupuestario aportarán una pequeña contribución al alza de aproximadamente 0,1 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPC en 2014. La magnitud de esta contribución es ligeramente inferior a la registrada en 2013. En 2015 y 2016 esas contribuciones serán insignificantes, ya que no se dispone de información sobre las medidas presupuestarias aprobadas para esos años.

Las presiones externas sobre los precios se moderaron sustancialmente a lo largo de 2013, debido al impacto de la atonía del crecimiento global de los precios mundiales, a la apreciación del euro y a los

### Gráfico I Proyecciones macroeconómicas <sup>1)</sup>

(datos trimestrales)



1) Los intervalos están basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. La técnica utilizada para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.  
2) Datos ajustados por días laborables.

descensos de los precios del petróleo y de otras materias primas. De cara al futuro, la tasa de crecimiento interanual del deflactor de las importaciones aumentará gradualmente durante el horizonte temporal de las proyecciones y alcanzará tasas positivas a principios de 2015. En 2016 se situará en promedio en el 1,2 %, un valor próximo a su media de crecimiento a largo plazo. El incremento de la tasa de crecimiento del deflactor de las importaciones refleja el fortalecimiento previsto del crecimiento mundial y, por tanto, el aumento de los precios de la industria manufacturera mundial, la subida esperada de los precios de las materias primas no energéticas y la progresiva desaparición de los efectos de la anterior apreciación del euro.

En lo que se refiere a las presiones sobre los precios internos, se espera que la mejora gradual de las condiciones de los mercados laborales de la zona del euro se traduzca en un repunte de la remuneración por asalariado. No obstante, se estima que el crecimiento de los costes laborales unitarios se vea frenado en los dos primeros años del horizonte de las proyecciones por un incremento de la productividad mayor que el crecimiento de los salarios nominales, como consecuencia de la recuperación cíclica de la productividad. En 2016, un fortalecimiento continuado del crecimiento de los salarios, junto con un debilitamiento del crecimiento de la productividad, contribuirá a un repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios.

Se espera que los márgenes de beneficio (calculados como la diferencia entre el deflactor del PIB al coste de los factores y el crecimiento de los costes laborales unitarios) se incrementen durante el período considerado, respaldados por la recuperación cíclica de la economía.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de marzo de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento de la inflación medida por el IAPC en 2014 se ha revisado a la baja, desde el 1,0 % hasta el 0,7 %, como reflejo del resultado más débil de lo esperado de los últimos meses. Para 2015 y 2016, las proyecciones de la inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja desde el 1,3 % hasta el 1,1 % y desde el 1,5 % hasta el 1,4 %, respectivamente, lo que obedece principalmente a un descenso de los costes laborales unitarios.

### PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Sobre la base de los supuestos recogidos en el recuadro 1, se proyecta que el déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB en la zona del euro descienda desde el 3,0 % en 2013 hasta el 2,5 % en 2014, y siga disminuyendo hasta situarse en el 1,9 % en 2016. Este descenso refleja principalmente una mejora en la situación cíclica. Asimismo, se espera una mejora del saldo primario ajustado de ciclo como consecuencia de los esfuerzos de saneamiento presupuestario realizados en algunos países de la zona del euro y de una asistencia pública al sector financiero prácticamente inapreciable. El saldo presupuestario estructural mejorará ligeramente a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones, aunque a menor ritmo que en los últimos años. Esta mejora obedece principalmente al moderado crecimiento continuado del gasto del sector público previsto. Se estima que la ratio de deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB ascenderá hasta el 93,4 % en 2014, y que posteriormente disminuirá hasta el 91,1 % en 2016.

Los siguientes recuadros contienen determinados análisis de sensibilidad (recuadro 2), comentarios sobre la exposición de la zona del euro a la crisis de Ucrania (recuadro 3) y una comparación con otras previsiones disponibles (recuadro 4).

## Recuadro 2

### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Las proyecciones se basan en gran medida en supuestos técnicos referidos a la evolución de determinadas variables fundamentales. Puesto que algunas de esas variables pueden tener un impacto considerable en las proyecciones de la zona del euro, la sensibilidad de estas últimas con respecto a trayectorias alternativas de estos supuestos técnicos puede contribuir al análisis de los riesgos inherentes a las proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a tres supuestos técnicos clave y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esos supuestos<sup>1</sup>.

#### 1) Una trayectoria alternativa de los precios del petróleo

Los supuestos referidos a los precios del petróleo empleados en estas proyecciones de los expertos del Eurosistema se derivan de las expectativas de los mercados medidas por los precios de los futuros sobre el petróleo, que predicen un descenso de los precios del petróleo durante el horizonte de las proyecciones (véase el recuadro 1). No obstante, sigue existiendo incertidumbre en relación con esta trayectoria. También hay incertidumbre respecto de la evolución de la demanda y de la oferta.

El descenso esperado de los precios del petróleo podría reflejar una opinión del mercado de que la producción de petróleo en varios países de la OPEP, que se ha reducido recientemente debido a la inestabilidad política y a las tensiones geopolíticas, se recuperará en parte y/o se verá compensada por un incremento de la producción de petróleo no convencional («shale oil») de Estados Unidos. No obstante, los precios del petróleo podrían incrementarse si se produjeran eventos geopolíticos inesperados a corto plazo en países productores de petróleo importantes o se registrara una recuperación más fuerte a nivel mundial a medio plazo.

En conjunto, en el contexto de una recuperación mundial, parece plausible que el precio del petróleo sea más alto que el contemplado en el escenario de referencia de las proyecciones. Por tanto, en este análisis de sensibilidad se tiene en cuenta un ajuste al alza de la trayectoria de los precios de los futuros sobre el petróleo<sup>2</sup>. La trayectoria alternativa se basa en el supuesto de que los precios del petróleo serán un 1 %, 7 % y 13 % mayores que los precios de los futuros en los años 2014, 2015 y 2016, respectivamente. De acuerdo con los modelos macroeconómicos utilizados por los expertos del Eurosistema, la subida de los precios del petróleo podría elevar la inflación medida por el IAPC en 0,2 puntos porcentuales respecto al escenario de referencia de las proyecciones en 2015 y 2016. Al mismo tiempo, un aumento de los precios del petróleo también podría lastrar el crecimiento del PIB real, que podría ser 0,1 puntos porcentuales inferior en 2016.

#### 2) Descenso de la demanda exterior

La relación entre el comercio mundial y el crecimiento del PIB mundial parece haber variado en los últimos años. Antes de la crisis financiera, las importaciones globales crecían por lo general más rápidamente que la actividad (la elasticidad histórica del comercio al crecimiento de la actividad

1 Todas las simulaciones se han realizado sobre la base del supuesto de que no se producirán modificaciones de las políticas, ni de las demás variables relativas a los supuestos técnicos y al entorno internacional de la zona del euro.

2 Para una descripción detallada del modelo utilizado para calcular este ajuste al alza, véase P. Pagano y M. Pisani, «Risk-adjusted forecasts of oil prices», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9, n.º., art. 24, 2009.

entre 1982 y 2007 fue del 1,8). No obstante, desde 2011, el PIB y las importaciones mundiales han crecido a un ritmo similar (la elasticidad entre 2011 y 2013 se situó en promedio en el 1,1). Tras este período de relativa debilidad del comercio, el comercio mundial ha descendido ligeramente en los primeros meses de 2014.

El escenario de referencia de las proyecciones contempla una recuperación gradual de la dinámica del comercio mundial durante el horizonte temporal considerado, si bien a un nivel de elasticidad a largo plazo respecto a la actividad menor que el de antes de la crisis financiera. En este análisis de sensibilidad, se tienen en cuenta las implicaciones de un perfil más bajo de las importaciones mundiales y de la demanda externa de la zona del euro. Se parte del supuesto de que la elasticidad del comercio mundial se mantendrá en un nivel similar al del pasado reciente, es decir, en el 1,1. Ello implica una reducción del crecimiento de la demanda externa de la zona del euro de 0,3 puntos porcentuales en 2014 y de 1,4 puntos porcentuales en 2015 y 2016.

Los resultados de los modelos macroeconómicos de los expertos del Eurosistema apuntan a un descenso del crecimiento del PIB real (-0,2 puntos porcentuales en 2015 y 2016) y de la inflación medida por el IAPC en 2016 (-0,1 puntos porcentuales).

### 3) Medidas de saneamiento presupuestario adicionales

Como se indica en el recuadro 1, los supuestos relativos a la política fiscal incluyen todas las medidas que ya hayan sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que hayan sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y cuya aprobación sea probable tras su tramitación legislativa. Para la mayoría de países, las medidas incluidas en el escenario de referencia de las proyecciones son menos estrictas que las exigencias de saneamiento presupuestario incluidas en las vertientes correctiva y preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El compromiso de cumplir dichas exigencias se refleja en términos generales en los programas de estabilidad de 2014 y en los documentos del programa de la UE y el FMI. No obstante, es frecuente que las medidas necesarias para lograr esos objetivos no se adopten o no tengan el suficiente nivel de detalle. En consecuencia, no son tenidas en cuenta en el escenario de referencia de las proyecciones, especialmente en 2015 y 2016, período que la mayoría de países no contempla en sus presupuestos actuales. Por tanto, no solo es necesario, sino también probable, que la mayoría de los Gobiernos adopten antes del final de 2016 medidas adicionales de saneamiento presupuestario, además de las consideradas en el escenario de referencia.

#### Supuestos en los que se basa el análisis de sensibilidad fiscal

El análisis de sensibilidad fiscal toma como punto de partida la «brecha fiscal» entre los objetivos presupuestarios de los Gobiernos y los supuestos presupuestarios en que se basan las proyecciones. Las condiciones y la información específicas de cada país en términos tanto de tamaño como de composición se utilizan para calcular el posible saneamiento presupuestario adicional. En concreto, la información específica de cada país se dirige a incorporar incertidumbres relativas a los objetivos fiscales, la posibilidad de que se adopten medidas adicionales de saneamiento presupuestario y los efectos macroeconómicos de respuesta asociados.

De acuerdo con este enfoque, se estima que el saneamiento presupuestario adicional en la zona del euro será de aproximadamente un 0,1 % del PIB en 2014, mientras que es probable que se adopten medidas adicionales en 2015 (de aproximadamente un 0,4 % del PIB) y, en menor medida, en 2016

### Efectos macroeconómicos estimados de las medidas de saneamiento presupuestario adicionales en el crecimiento del PIB y en la inflación medida por el IAPC en la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	2014	2015	2016
Objetivos presupuestarios de las Administraciones Públicas <sup>1)</sup>	-2,5	-1,8	-1,2
Escenario de referencia de las proyecciones fiscales	-2,5	-2,3	-1,9
Medidas adicionales de saneamiento presupuestario (acumulado) <sup>2)</sup>	0,1	0,5	0,7
Efectos de las medidas adicionales de saneamiento presupuestario (puntos porcentuales) <sup>3)</sup>			
Crecimiento del PIB real	-0,1	-0,3	-0,2
Inflación medida por el IAPC	0,0	0,1	0,0

1) Objetivos nominales incluidos en los documentos del último programa de la UE y el FMI para los países interesados y actualizaciones de los programas de estabilidad de 2014 para los países restantes.

2) Análisis de sensibilidad basado en las estimaciones de los expertos del Eurosistema.

3) Desviaciones del escenario de referencia en puntos porcentuales para el crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC (ambos en términos anuales). El impacto macroeconómico se simula empleando el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro del BCE.

(de aproximadamente un 0,2 % del PIB), lo que situaría el saneamiento adicional acumulado en aproximadamente un 0,7 % del PIB al final de 2016. En cuanto a la composición de las medidas fiscales, el análisis de sensibilidad intenta incorporar perfiles temporales y específicos para cada país en relación con los esfuerzos de saneamiento presupuestario más probables. En este ejercicio, a nivel agregado de la zona del euro, se estima que el saneamiento presupuestario se dirigirá principalmente al lado del gasto, aunque también incluirá incrementos de los impuestos directos e indirectos y de las contribuciones a la seguridad social.

#### Impacto macroeconómico de las medidas adicionales de saneamiento presupuestario

En el cuadro que figura en la parte superior de esta página se resumen los resultados de la simulación del impacto del análisis de sensibilidad fiscal en el crecimiento del PIB y la inflación medida por el IAPC para la zona del euro empleando el nuevo modelo para el conjunto de la zona del euro del BCE (ECB's New Area-Wide Model<sup>3)</sup>).

El impacto en el crecimiento del PIB real de las medidas de saneamiento presupuestario adicionales en 2014 es limitado, y se estima que en 2015 se situará en torno a -0,3 puntos porcentuales y en -0,2 puntos porcentuales en 2016. El impacto de la inflación medida por el IAPC será previsiblemente de unos 0,1 puntos porcentuales en 2015.

Por tanto, el actual análisis apunta a ciertos riesgos a la baja para el escenario de referencia de las proyecciones de crecimiento del PIB real en 2015 y 2016, puesto que no todas las medidas de saneamiento presupuestario previstas han sido incluidas en dicho escenario. Al mismo tiempo, existen también ligeros riesgos al alza para la inflación, debido a que se espera que parte del saneamiento presupuestario adicional provenga de subidas de los impuestos indirectos.

Debe subrayarse que este análisis de sensibilidad fiscal se refiere únicamente a los posibles efectos a corto plazo de medidas adicionales de saneamiento presupuestario que previsiblemente se adopten. Aunque incluso las medidas de saneamiento presupuestario bien diseñadas suelen tener efectos negativos a corto plazo en el crecimiento del PIB real, existen efectos positivos a más

3 Para una descripción detallada del nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro, véase K. Christoffel, G. Coenen y A. Warne, «The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis», *Working Paper Series*, n.º 944, BCE, octubre de 2008.

largo plazo que no se manifiestan en el horizonte temporal contemplado en este análisis<sup>4</sup>. En consecuencia, los resultados de este análisis no deberían interpretarse como un argumento para cuestionar la necesidad de acometer esfuerzos adicionales de saneamiento presupuestario durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. De hecho, son necesarios para restablecer la solidez de las finanzas públicas de la zona del euro. De no producirse dicho saneamiento, existe el riesgo de que la fijación del precio de la deuda soberana se vea afectada negativamente. Por otra parte, podrían generarse efectos negativos sobre la confianza, lo que obstaculizaría la recuperación de la economía.

4 Para un análisis más detallado de los efectos macroeconómicos del saneamiento presupuestario, véase el artículo titulado «Fiscal multipliers and the timing of consolidation», en la versión en inglés del *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2014.

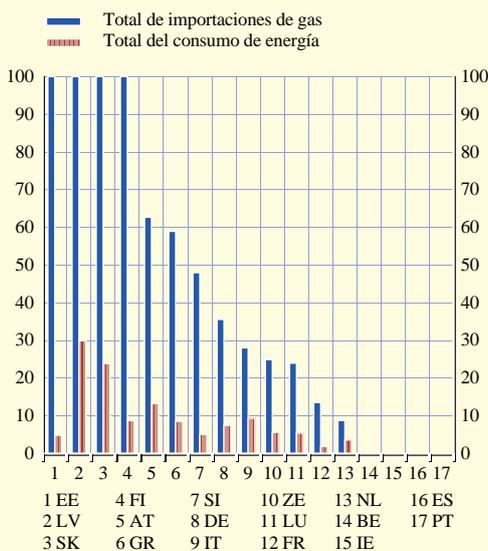
Recuadro 3

LA EXPOSICIÓN DE LA ZONA DEL EURO A LA CRISIS DE UCRANIA

La preocupación acerca de un posible aumento de las tensiones entre Ucrania y Rusia ha aumentado recientemente. En este recuadro se examina la exposición de la zona del euro a Rusia y Ucrania, y se describen los principales canales a través de los cuales la zona del euro podría verse afectada si la crisis se agudizara con la imposición de eventuales sanciones a Rusia.

Gráfico A Importaciones de gas de Rusia (en 2011)

(porcentaje)



Fuente: Eurostat.  
Notes: No se dispone de datos para Chipre y Malta. Los países se ordenan según el porcentaje de importaciones de gas de Rusia en el total de sus importaciones de gas.

Gráfico B Importaciones de petróleo de Rusia (en 2011)

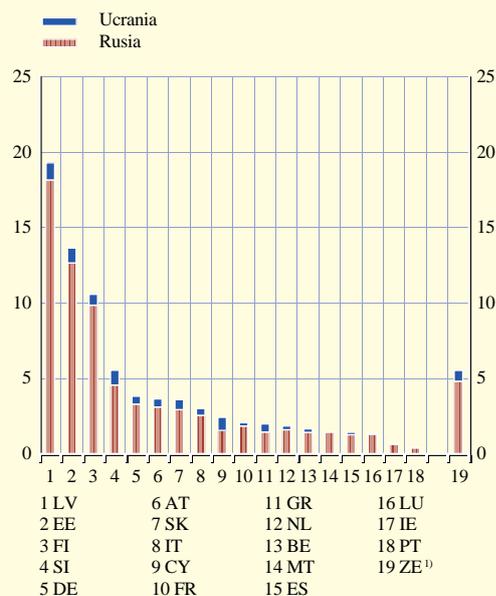
(porcentaje)



Fuente: Eurostat.  
Notas: No se dispone de datos para Estonia, Chipre, Letonia, Luxemburgo, Malta y Eslovenia. Los países se ordenan según el porcentaje de importaciones de petróleo de Rusia en el total de sus importaciones de petróleo.

**Gráfico C Exportaciones de mercancías a Rusia y Ucrania (III TR 2013)**

(porcentaje del total de exportaciones de mercancías)

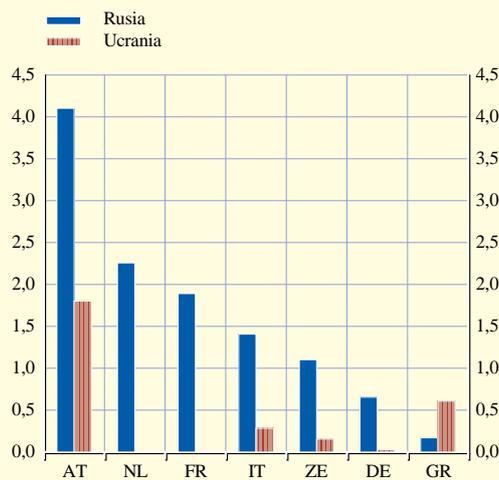


Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

1) Neto de exportaciones de mercancías dentro de la zona del euro.  
Notas: Los países se ordenan según el porcentaje de exportaciones de mercancías a Rusia y Ucrania del total de sus exportaciones de mercancías.

**Gráfico D Activos exteriores de algunas entidades de crédito de la zona del euro (por países) frente a Ucrania y Rusia**

(porcentaje del PIB)



Fuentes: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI y BCE.

Notas: Los países se ordenan según los activos exteriores de las entidades de crédito de la zona del euro frente a Rusia en porcentaje del PIB correspondiente a 2013. Los datos se refieren por lo general al cuarto trimestre de 2013; en el gráfico se muestran solo los países de la zona del euro que informan sobre activos exteriores de sus entidades de crédito frente a Rusia y Ucrania; Francia y los Países Bajos no han informado recientemente sobre sus activos frente a Ucrania; los últimos datos disponibles de Austria corresponden al tercer trimestre de 2012. La cifra de la zona del euro es indicativa, ya que se basa en datos de países referidos a distintos momentos temporales.

Hasta ahora, la crisis ha tenido un notable impacto adverso en las economías de Ucrania y de Rusia, si bien su efecto en la economía de la zona del euro ha sido limitado. Aunque parece que, en general, los datos de la zona del euro no se han visto afectados, existe evidencia anecdótica de un posible aumento de la incertidumbre relacionado con la crisis. No obstante, los precios de la renta variable y de las materias primas se han mantenido hasta ahora relativamente estables.

Los principales canales potenciales de contagios adversos para la zona del euro son el comercio y los vínculos financieros con Rusia, más que con Ucrania. La zona del euro importa una cantidad considerable de energía de Rusia: alrededor del 25 % de las importaciones de gas y casi un 30 % de las importaciones de petróleo vienen de ese país (véanse los gráficos A y B). Algunos países de la zona del euro importan gas casi exclusivamente de Rusia. Rusia y, en menor medida, Ucrania son también países de destino de exportaciones de la zona del euro. Alrededor del 5 % de las exportaciones de mercancías a países no pertenecientes a la zona del euro van a Rusia, mientras que el porcentaje de estas exportaciones a Ucrania representa aproximadamente el 1 % (véase el gráfico C). En términos de exposición financiera, los activos de las entidades de crédito de la zona del euro frente a Rusia representan un importe de en torno a un 1 % del PIB de la zona del euro (véase el gráfico D). No obstante, el volumen del comercio y de los vínculos financieros varía considerablemente entre los distintos países de la zona del euro.

El posible impacto adverso en la economía de la zona del euro de una agudización del conflicto depende del tipo de sanciones impuestas por la Unión Europea y por Estados Unidos a Rusia, y de las medidas de represalia que este país pudiera adoptar. Aunque los detalles de tales sanciones no se conocen, estas podrían traducirse en un aumento de los precios del petróleo, un descenso de las exportaciones de Rusia a la zona del euro, que tendrían efectos negativos en la actividad de este país, y en flujos de salida de capital que llevarían a una depreciación del rublo. También podrían producirse efectos desfavorables para la zona del euro de una bajada de los precios de la renta variable y de un descenso de la confianza si los agentes económicos consideran la intensidad y las implicaciones de la crisis como un motivo de preocupación.

En la zona del euro, estos canales podrían frenar el PIB principalmente a través del impacto sobre el comercio y los precios del petróleo. Al mismo tiempo, una subida de los precios del petróleo podría traducirse en un aumento de la inflación medida por el IAPC en la zona del euro mayor que el considerado en el escenario de referencia.

En vista de la disparidad del grado de exposición del comercio y de los vínculos financieros de los distintos países de la zona del euro con Rusia y Ucrania, el posible impacto de la crisis sería heterogéneo, y serían los países con mayor exposición a Rusia y Ucrania, como los Estados Bálticos, los que experimentarían los efectos más pronunciados.

También podría producirse un impacto negativo en algunos países de la zona del euro como resultado de los efectos indirectos de los países afectados negativamente, por ejemplo en el este de Europa. Los sectores y las industrias específicamente importantes para algunos países de la zona del euro, como la agricultura, los alimentos, la propiedad inmobiliaria, el turismo y determinados sectores bancarios, podrían verse particularmente afectados por una intensificación o prolongación de la crisis. Por último, aquellos países de la zona del euro que importan un alto porcentaje de gas y petróleo de Rusia se verían particularmente afectados por una interrupción del suministro de energía de este país.

#### Recuadro 4

#### PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro. Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y el entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase el cuadro que figura a continuación).

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, el crecimiento del PIB real de la zona del euro en 2014 será ligeramente superior a lo previsto en las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Las proyecciones para el crecimiento del PIB real en 2015 y 2016 son similares o ligeramente inferiores a las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Respecto a la inflación

## Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas de variación anuales)

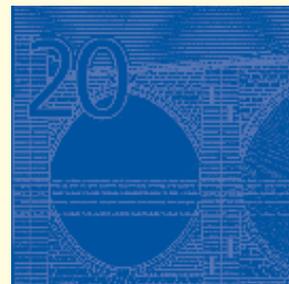
	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Junio 2014	1,0 [0,6 – 1,4]	1,7 [0,6 – 2,8]	1,8 [0,5-3,1]	0,7 [0,6-0,8]	1,1 [0,5 – 1,7]	1,4 [0,6 – 2,2]
Comisión Europea	Mayo 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OCDE	Mayo 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Barómetro de la zona del euro	Mayo 2014	1,2	1,6	1,6	0,8	1,2	1,7
Consensus Economics Forecasts	Mayo 2014	1,1	1,4	1,6	0,8	1,3	1,5
Encuesta a expertos en previsión económica	Mayo 2014	1,1	1,5	1,7	0,9	1,3	1,5
FMI	Abril 2014	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2014; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2014; Economic Outlook de la OCDE, mayo de 2014; Consensus Economics Forecasts; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

medida por el IAPC, las previsiones de la mayoría de las instituciones apuntan a un nivel anual medio en 2014 y 2015 próximo o ligeramente superior al proyectado por los expertos del Eurosistema. En 2016, de acuerdo con otras previsiones disponibles, la inflación medida por el IAPC se situará, en promedio, entre el 1,3 % y el 1,7 %, frente al 1,4 % de las proyecciones de los expertos del Eurosistema. En el momento actual, todas las previsiones disponibles se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema que se indican en el cuadro.

# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**



# ÍNDICE<sup>1</sup>

## PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro **S5**

## I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	<b>S6</b>
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	<b>S7</b>
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	<b>S8</b>
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	<b>S9</b>

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	<b>S10</b>
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	<b>S11</b>
2.3	Estadísticas monetarias	<b>S12</b>
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	<b>S15</b>
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	<b>S17</b>
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	<b>S20</b>
2.7	Detalle de algunas partidas del balance de las IFM, por monedas	<b>S21</b>
2.8	Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro	<b>S22</b>
2.9	Detalle de los valores mantenidos por los fondos de inversión, por emisor	<b>S23</b>
2.10	Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro	<b>S24</b>
2.11	Balance agregado de las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro	<b>S25</b>

## 3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	<b>S26</b>
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	<b>S30</b>
3.3	Hogares	<b>S32</b>
3.4	Sociedades no financieras	<b>S33</b>
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	<b>S34</b>

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	<b>S35</b>
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	<b>S36</b>
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	<b>S38</b>
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	<b>S40</b>
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos	<b>S42</b>
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	<b>S44</b>
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	<b>S45</b>
4.8	Índices bursátiles	<b>S46</b>

## 5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1	IAPC, otros precios y costes	<b>S47</b>
5.2	Producto y demanda	<b>S50</b>
5.3	Mercado de trabajo	<b>S54</b>

<sup>1</sup> Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu). Véase el apartado Statistical Data Warehouse, en la sección Statistics del sitio web del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), para series de datos más largas y detalladas.

<b>6</b>	<b>FINANZAS PÚBLICAS</b>	
6.1	Recursos, empleos y déficit/superávit	<b>S56</b>
6.2	Deuda	<b>S57</b>
6.3	Variación de la deuda	<b>S58</b>
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales	<b>S59</b>
6.5	Deuda trimestral y variación de la deuda	<b>S60</b>
<b>7</b>	<b>TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR</b>	
7.1	Resumen de la balanza de pagos	<b>S61</b>
7.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	<b>S62</b>
7.3	Cuenta financiera	<b>S64</b>
7.4	Presentación monetaria de la balanza de pagos	<b>S70</b>
7.5	Comercio exterior de bienes	<b>S71</b>
<b>8</b>	<b>TIPOS DE CAMBIO</b>	
8.1	Tipos de cambio efectivos	<b>S73</b>
8.2	Tipos de cambio bilaterales	<b>S74</b>
<b>9</b>	<b>EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO</b>	
9.1	Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE	<b>S75</b>
9.2	Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón	<b>S76</b>
	<b>LISTA DE GRÁFICOS</b>	<b>S77</b>
	<b>NOTAS TÉCNICAS</b>	<b>S79</b>
	<b>NOTAS GENERALES</b>	<b>S87</b>

#### **AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EL 1 DE ENERO DE 2014 CON LA INCORPORACIÓN DE LETONIA**

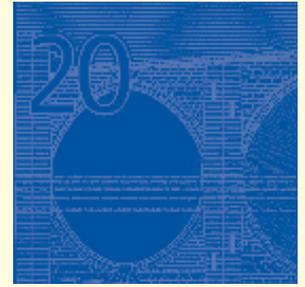
En enero de 2014, Letonia se incorporó a la zona del euro, elevándose a 18 el número de países pertenecientes a la zona del euro.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para 2014 se refieren al «Euro-18» (es decir, la zona del euro, incluida Letonia) para la serie temporal completa. En lo que se refiere a los tipos de interés, las estadísticas monetarias, el IAPC y los activos de reserva (y, por coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

En las Notas Generales, puede encontrarse más información sobre las composiciones por países, pasadas y presentes, de la zona del euro.

#### **Símbolos utilizados en los cuadros**

“-”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	Cero o no significativo
“mm”	10 <sup>9</sup>
(p)	Cifra provisional
(d.)	Desestacionalizado
(s.d.)	Sin desestacionalizar



# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés <sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>2)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (euríbor; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	0,7	0,58	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	1,0	0,22	2,24
2013 II	8,0	4,5	2,8	-	-1,1	-0,2	0,21	2,14
III	6,9	4,0	2,2	-	-1,9	1,5	0,22	2,05
IV	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	1,5	0,24	2,24
2014 I	6,0	2,4	1,1	-	-2,2	-1,1	0,30	1,82
2013 Dic	5,7	2,5	1,0	1,2	-2,3	-1,4	0,27	2,24
2014 Ene	6,1	2,4	1,1	1,1	-2,3	-1,1	0,29	1,89
Feb	6,2	2,4	1,3	1,1	-2,2	-0,9	0,29	1,88
Mar	5,6	2,2	1,0	1,0	-2,2	-1,0	0,31	1,82
Abr	5,2	2,0	0,8	.	-1,8	.	0,33	1,72
May	.	.	.	.	.	.	0,32	1,56

### 2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC <sup>1)</sup>	Precios industriales	Costes laborales por hora <sup>5)</sup>	PIB real (d.) <sup>5)</sup>	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (%)	Ocupados (d.) <sup>5)</sup>	Parados (% de la población activa; d.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	2,5	2,8	1,8	-0,7	-2,5	78,6	-0,6	11,3
2013	1,4	-0,2	1,4	-0,4	-0,7	78,3	-0,8	12,0
2013 III	1,3	-0,6	1,1	-0,3	-1,1	78,4	-0,9	12,0
IV	0,8	-1,1	1,4	0,5	1,5	79,3	-0,5	11,9
2014 I	0,7	-1,5	.	0,9	1,1	79,8	.	11,8
2013 Dic	0,8	-0,7	-	-	1,4	-	-	11,8
2014 Ene	0,8	-1,3	-	-	1,7	80,1	-	11,8
Feb	0,7	-1,7	-	-	1,7	-	-	11,8
Mar	0,5	-1,6	-	-	-0,1	-	-	11,8
Abr	0,7	-1,2	-	-	.	79,5	-	11,7
May	0,5	.	-	-	.	-	-	.

### 3. Estadísticas del sector exterior

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Deuda externa bruta (en % del PIB)	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-20 <sup>6)</sup> (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unidense/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas y de cartera				Nominal	Real (IPC)	
2012	139,6	89,0	23,9	689,4	-13,2	128,8	97,9	95,6	1,2848
2013	247,8	165,2	80,9	542,1	-12,1	121,0	101,7	98,9	1,3281
2013 II	65,6	49,9	65,9	564,3	-13,7	128,0	100,8	98,3	1,3062
III	56,0	38,1	-7,7	586,8	-13,3	125,2	101,9	99,2	1,3242
IV	95,5	48,0	45,5	542,1	-12,1	121,0	103,1	100,0	1,3610
2014 I	47,2	35,1	37,9	570,2	.	.	103,9	100,7	1,3696
2013 Dic	35,5	12,7	-5,7	542,1	-	-	103,9	100,7	1,3704
2014 Ene	8,0	0,7	10,3	570,8	-	-	103,4	100,3	1,3610
Feb	16,5	15,5	57,4	578,6	-	-	103,6	100,5	1,3659
Mar	22,8	18,9	-29,7	570,2	-	-	104,6	101,4	1,3823
Abr	.	.	.	568,0	-	-	104,5	101,2	1,3813
May	.	.	.	.	-	-	103,8	100,4	1,3732

Fuentes: BCE, Comisión Europea (Eurostat y D. G. de Asuntos Económicos y Financieros) y Thomson Reuters.

Nota: Para más información sobre los datos, véanse los cuadros correspondientes en esta sección.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a variaciones interanuales en la media del período. Véanse las Notas Técnicas para más información.
- M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- Basado en las curvas de rendimientos de la deuda de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA. Para más información, véase la sección 4.7.
- Los datos se refieren al Euro-18.
- Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



# ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

## I. Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

### 1. Activo

	2 mayo 2014	9 mayo 2014	16 mayo 2014	23 mayo 2014	30 mayo 2014
<b>Oro y derechos en oro</b>	326.544	326.544	326.544	326.545	326.477
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	245.601	246.266	244.518	245.305	245.902
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	23.485	23.185	24.212	24.457	23.788
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	18.744	18.597	19.539	20.317	19.592
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	688.342	642.356	651.477	640.039	679.749
Operaciones principales de financiación	172.621	129.140	137.302	131.907	174.002
Operaciones de financiación a plazo más largo	514.965	513.215	514.162	508.007	505.682
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	751	0	11	125	64
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	4	0	3	0	1
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	61.263	60.637	68.425	61.160	57.409
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	581.631	583.136	583.634	576.643	573.745
Valores mantenidos con fines de política monetaria	219.621	219.578	219.578	216.669	215.260
Otros valores	362.010	363.558	364.056	359.973	358.485
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	27.273	27.273	27.273	27.273	27.267
<b>Otros activos</b>	244.246	239.725	239.388	241.989	243.166
<b>Total activo</b>	<b>2.217.128</b>	<b>2.167.718</b>	<b>2.185.009</b>	<b>2.163.727</b>	<b>2.197.095</b>

### 2. Pasivo

	2 mayo 2014	9 mayo 2014	16 mayo 2014	23 mayo 2014	30 mayo 2014
<b>Billetes en circulación</b>	950.285	948.883	947.718	947.155	953.817
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	383.269	349.528	363.185	329.792	352.187
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	240.192	150.019	201.415	168.545	209.392
Facilidad de depósito	39.078	33.844	17.482	23.774	39.910
Depósitos a plazo	103.946	165.533	144.281	137.465	102.878
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	53	133	7	7	7
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	2.757	2.900	2.546	2.793	1.687
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	147.698	139.579	142.444	157.695	163.008
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	78.380	79.772	79.714	77.055	76.456
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	1.470	1.166	1.050	1.232	1.005
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	4.486	5.100	4.868	5.788	5.342
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	52.830	52.830	52.830	52.830	52.830
<b>Otros pasivos</b>	214.041	206.251	209.125	207.840	209.205
<b>Cuentas de revalorización</b>	288.913	288.913	288.913	288.913	288.913
<b>Capital y reservas</b>	92.999	92.797	92.617	92.635	92.644
<b>Total pasivo</b>	<b>2.217.128</b>	<b>2.167.718</b>	<b>2.185.009</b>	<b>2.163.727</b>	<b>2.197.095</b>

Fuente: BCE.

**1.2 Tipos de interés oficiales del BCE**

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			
	Nivel	Variación	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Variación
			3	4			
1	2	3	4	5	6	7	
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 Jul	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 Oct	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 Nov	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 Dic	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 Ene	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
11 Mar	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8 Abr	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13 May	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011 13 Abr	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
13 Jul	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
9 Nov	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
14 Dic	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25
2012 11 Jul	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25
2013 8 May	0,00	...	0,50	-	-0,25	1,00	-0,50
13 Nov	0,00	...	0,25	-	-0,25	0,75	-0,25
2014 11 Jun	-0,10	-0,10	0,15	-	-0,10	0,40	-0,35

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. En el caso de las operaciones principales de financiación, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada, excepto la del 18 de septiembre de 2001, que tuvo efecto el mismo día. A partir del 10 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito, a la facilidad marginal de crédito y a las operaciones principales de financiación (las variaciones en el tipo de interés tendrán efecto a partir de la operación principal de financiación posterior a la decisión del Consejo de Gobierno), salvo indicación en contrario.
- El 22 de diciembre de 1998, el BCE anunció que, como medida excepcional, entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se aplicaría una banda estrecha de 50 puntos básicos entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, con el propósito de facilitar a los participantes en el mercado la transición al nuevo régimen.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas.
- Con efectos a partir del 9 de octubre de 2008, el BCE redujo la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. A partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes se volvió a situar en 200 puntos básicos.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. Este cambio anuló la decisión anterior (adoptada el mismo día) de reducir en 50 puntos básicos el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación realizadas mediante subastas a tipo de interés variable.

### 1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas <sup>1), 2)</sup>

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

#### 1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo <sup>3)</sup>

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
<b>Operaciones principales de financiación</b>									
2014 26 Feb	94.036	112	94.036	0,25	-	-	-	-	7
5 Mar	87.047	96	87.047	0,25	-	-	-	-	7
12	92.565	99	92.565	0,25	-	-	-	-	7
19	96.906	103	96.906	0,25	-	-	-	-	7
26	121.305	121	121.305	0,25	-	-	-	-	7
2 Abr	110.643	113	110.643	0,25	-	-	-	-	7
9	104.619	142	104.619	0,25	-	-	-	-	7
16	112.165	172	112.165	0,25	-	-	-	-	7
23	121.816	155	121.816	0,25	-	-	-	-	7
30	172.621	266	172.621	0,25	-	-	-	-	7
7 May	129.140	177	129.140	0,25	-	-	-	-	7
14	137.302	199	137.302	0,25	-	-	-	-	7
21	131.957	193	131.957	0,25	-	-	-	-	7
28	174.002	267	174.002	0,25	-	-	-	-	7
4 Jun	149.351	229	149.351	0,25	-	-	-	-	7
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo<sup>5)</sup></b>									
2013 11 Dic	10.143	31	10.143	0,25	-	-	-	-	35
19	20.914	76	20.914	0,25	-	-	-	-	98
2014 15 Ene	7.092	28	7.092	0,25	-	-	-	-	28
30	4.955	69	4.955	0,25	-	-	-	-	92
12 Feb	6.480	30	6.480	0,25	-	-	-	-	28
27	6.297	63	6.297	0,25	-	-	-	-	91
12 Mar	7.522	30	7.522	0,25	-	-	-	-	28
27 <sup>6)</sup>	11.617	83	11.617	.	-	-	-	-	91
9 Abr	28.023	35	28.023	0,25	-	-	-	-	35
2 May <sup>6)</sup>	13.193	97	13.193	.	-	-	-	-	90
14	32.335	54	32.335	0,25	-	-	-	-	28
29 <sup>6)</sup>	10.949	89	10.949	.	-	-	-	-	91

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días	
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014 26 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	195.520	159	175.500	-	-	0,25	0,24	0,23	7	
5 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	219.131	165	175.500	-	-	0,25	0,23	0,22	7	
12	Captación de depósitos a plazo fijo	219.077	159	175.500	-	-	0,25	0,23	0,21	7	
19	Captación de depósitos a plazo fijo	223.227	160	175.500	-	-	0,25	0,22	0,21	7	
26	Captación de depósitos a plazo fijo	180.901	138	175.500	-	-	0,25	0,25	0,22	7	
2 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	199.721	152	175.500	-	-	0,25	0,23	0,21	7	
9	Captación de depósitos a plazo fijo	192.515	156	172.500	-	-	0,25	0,24	0,22	7	
16	Captación de depósitos a plazo fijo	153.364	139	153.364	-	-	0,25	0,25	0,23	7	
23	Captación de depósitos a plazo fijo	166.780	139	166.780	-	-	0,25	0,25	0,23	7	
30	Captación de depósitos a plazo fijo	103.946	121	103.946	-	-	0,25	0,25	0,24	7	
7 May	Captación de depósitos a plazo fijo	165.533	158	165.533	-	-	0,25	0,25	0,23	7	
14	Captación de depósitos a plazo fijo	144.281	141	144.281	-	-	0,25	0,25	0,24	7	
21	Captación de depósitos a plazo fijo	137.465	148	137.465	-	-	0,25	0,25	0,24	7	
28	Captación de depósitos a plazo fijo	102.878	119	102.878	-	-	0,25	0,25	0,25	7	
4 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	119.200	140	119.200	-	-	0,25	0,25	0,24	7	

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones que han sido adjudicadas, pero no se han liquidado.
- Con efectos a partir de abril de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. El 4 de marzo de 2010, el BCE decidió volver a aplicar procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses a partir de la operación que se adjudicaría el 28 de abril de 2010 y se liquidaría el 29 de abril de 2010.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- En el caso de las operaciones liquidadas el 22 de diciembre de 2011 y el 1 de marzo de 2012, al cabo de un año las entidades de contrapartida tienen la posibilidad de devolver total o parcialmente la liquidez recibida en estas operaciones, en cualquier fecha que coincida con la fecha de liquidación de la operación principal de financiación.
- En estas operaciones de financiación a plazo más largo, el tipo al que se cubrieron todas las pujas estaba indexado a la media de los tipos mínimo de puja de las operaciones principales de financiación que se llevaron a cabo en la vida de la operación. Los tipos de interés que se indican para estas operaciones de financiación a plazo más largo indexadas se han redondeado a dos decimales. Para conocer el método de cálculo preciso, consúltense las Notas Técnicas.

**1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez**

(mm de euros; medias de las posiciones diarias en el período, salvo indicación en contrario; tipos de interés en porcentaje)

**1. Base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas**

Pasivos computables en (fin de período):	Total	Pasivos a los que se les aplica un coeficiente de reservas positivo <sup>1)</sup>			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5	
2011	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8	
2012	18.564,7	9.971,7	637,5	2.583,9	1.163,1	4.208,4	
2013	17.847,1	9.811,6	518,8	2.447,1	1.152,6	3.917,1	
2013 Nov <sup>2)</sup>	18.160,4	9.856,1	552,0	2.479,2	1.305,5	3.967,6	
Dic <sup>2)</sup>	17.847,1	9.811,6	518,8	2.447,1	1.152,6	3.917,1	
2014 Ene	18.010,5	9.834,5	569,0	2.436,0	1.233,4	3.937,5	
Feb	17.994,9	9.825,2	572,2	2.409,7	1.281,0	3.906,9	
Mar	17.978,0	9.885,5	553,4	2.395,7	1.232,6	3.910,7	

**2. Reservas mantenidas**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipo de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 14 Ene <sup>3)</sup>	103,4	248,1	144,8	0,0	0,25
11 Feb	103,6	216,0	112,4	0,0	0,25
11 Mar	102,8	201,1	98,3	0,0	0,25
8 Abr	103,6	195,2	91,6	0,0	0,25
13 May	103,5	191,2	87,7	0,0	0,25
10 Jun	103,9	.	.	.	.

**3. Liquidez**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)				
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez <sup>4)</sup>				Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>5)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2012	708,0	74,0	1.044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1.631,0
2013	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1.194,4
2013 10 Dic	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1.194,4
2014 14 Ene	532,7	129,3	592,1	0,3	236,8	60,1	149,3	947,9	61,2	24,7	248,1	1.256,0
11 Feb	510,3	105,4	576,4	0,3	232,5	42,1	164,4	931,8	83,4	-12,9	216,0	1.190,0
11 Mar	510,4	91,8	570,4	0,3	229,5	29,5	175,5	932,1	81,8	-17,6	201,1	1.162,8
8 Abr	518,9	105,4	534,6	0,7	227,5	29,2	175,5	938,4	73,8	-25,0	195,2	1.162,8
13 May	536,4	128,1	519,6	0,2	222,6	29,7	152,4	947,9	87,7	-2,1	191,2	1.168,8

Fuente: BCE.

- A partir del período de mantenimiento que comenzó el 18 de enero de 2012 se aplica un coeficiente del 1%. En todos los períodos de mantenimiento anteriores se aplica un coeficiente del 2%.
- Incluye las bases de reservas de las entidades de crédito de Letonia. Con carácter transitorio, las entidades de crédito radicadas en la zona del euro pueden optar por deducir de sus bases de reservas pasivos frente a entidades de crédito situadas en Letonia. A partir de la base de reservas existente a finales de enero de 2014, se aplicará el procedimiento habitual (véase la Decisión BCE/2013/41, de 22 de octubre de 2013, relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Letonia).
- Debido a la adopción del euro en Letonia el 1 de enero de 2014, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 17 países que integraban la zona del euro en el período comprendido entre el 11 y el 31 de diciembre de 2013 y las exigencias de reservas de los 18 países que actualmente forman parte de la zona del euro en el período comprendido entre el 1 y el 14 de enero de 2014.
- Incluye la liquidez proporcionada en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*) y del Programa para los Mercados de Valores del Eurosistema.
- Incluye la liquidez absorbida como resultado de las operaciones de *swaps* de divisas del Eurosistema. Para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



# DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

## 2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro <sup>1)</sup>

(mm de euros; saldos vivos a fin de período)

### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos <sup>3)</sup>	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2012	5.288,1	3.351,2	16,9	1,0	3.333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	-	23,4	799,9	8,3	382,3
2013	4.073,0	2.283,2	15,0	1,2	2.267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,4	8,3	408,7
2013 IV	4.073,0	2.283,2	15,0	1,2	2.267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,4	8,3	408,7
2014 I	3.916,5	2.087,4	15,0	1,2	2.071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	-	26,6	658,0	8,4	414,2
2014 Ene	4.022,3	2.197,1	15,0	1,2	2.181,0	718,1	568,6	26,6	122,9	-	25,6	663,1	8,3	410,1
Feb	3.988,8	2.156,6	15,0	1,2	2.140,5	717,8	571,4	25,2	121,2	-	26,5	668,5	8,3	411,0
Mar	3.916,5	2.087,4	15,0	1,2	2.071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	-	26,6	658,0	8,4	414,2
Abr <sup>4)</sup>	3.926,5	2.101,1	14,1	1,2	2.085,9	712,3	567,6	22,7	122,0	-	26,7	662,3	8,0	416,2
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
2012	32.694,6	17.987,2	1.153,4	11.038,4	5.795,4	4.901,6	1.627,0	1.423,3	1.851,3	66,8	1.227,8	4.045,7	214,7	4.250,9
2013	30.444,7	16.983,1	1.082,4	10.650,6	5.250,1	4.671,4	1.694,3	1.334,4	1.642,7	58,1	1.232,8	3.856,0	210,6	3.432,8
2013 IV	30.444,7	16.983,1	1.082,4	10.650,6	5.250,1	4.671,4	1.694,3	1.334,4	1.642,7	58,1	1.232,8	3.856,0	210,6	3.432,8
2014 I	30.587,1	16.943,9	1.092,9	10.642,0	5.208,9	4.697,9	1.774,5	1.305,9	1.617,6	54,0	1.249,4	3.981,3	202,3	3.458,4
2014 Ene	30.887,9	17.058,3	1.103,5	10.645,2	5.309,5	4.759,1	1.751,6	1.340,9	1.666,7	60,4	1.240,3	4.018,3	209,3	3.542,2
Feb	30.744,6	16.974,8	1.095,3	10.640,9	5.238,6	4.752,0	1.768,8	1.317,3	1.665,9	53,2	1.238,0	4.003,8	208,4	3.514,3
Mar	30.587,1	16.943,9	1.092,9	10.642,0	5.208,9	4.697,9	1.774,5	1.305,9	1.617,6	54,0	1.249,4	3.981,3	202,3	3.458,4
Abr <sup>4)</sup>	30.747,0	16.959,4	1.093,7	10.653,2	5.212,5	4.678,3	1.790,9	1.271,4	1.616,0	54,0	1.267,7	4.035,7	202,8	3.549,2

### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2012	5.288,1	938,2	3.062,2	81,4	64,5	2.916,4	-	0,0	536,6	298,7	452,5
2013	4.073,0	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	406,3	202,2	477,9
2013 IV	4.073,0	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	406,3	202,2	477,9
2014 I	3.916,5	965,6	1.860,3	86,3	38,4	1.735,7	-	0,0	440,5	166,5	483,5
2014 Ene	4.022,3	958,6	1.953,4	87,5	41,2	1.824,7	-	0,0	432,3	194,0	484,1
Feb	3.988,8	960,0	1.921,4	94,9	42,7	1.783,7	-	0,0	445,6	177,5	484,4
Mar	3.916,5	965,6	1.860,3	86,3	38,4	1.735,7	-	0,0	440,5	166,5	483,5
Abr <sup>4)</sup>	3.926,5	975,4	1.859,4	112,4	50,2	1.696,8	-	0,0	440,0	167,5	484,1
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
2012	32.694,6	-	17.195,3	169,6	10.866,2	6.159,5	534,7	4.848,9	2.344,0	3.494,5	4.277,2
2013	30.444,7	-	16.647,0	152,5	10.934,1	5.560,4	462,9	4.352,6	2.399,6	3.106,4	3.476,3
2013 IV	30.444,7	-	16.647,0	152,5	10.934,1	5.560,4	462,9	4.352,6	2.399,6	3.106,4	3.476,3
2014 I	30.587,1	-	16.654,6	181,1	10.955,7	5.517,9	458,1	4.297,8	2.453,1	3.224,9	3.498,6
2014 Ene	30.887,9	-	16.704,8	149,0	10.923,6	5.632,2	483,0	4.372,5	2.423,5	3.279,5	3.624,5
Feb	30.744,6	-	16.687,9	177,6	10.941,2	5.569,1	475,0	4.344,7	2.431,6	3.250,2	3.555,2
Mar	30.587,1	-	16.654,6	181,1	10.955,7	5.517,9	458,1	4.297,8	2.453,1	3.224,9	3.498,6
Abr <sup>4)</sup>	30.747,0	-	16.660,6	144,1	10.925,4	5.591,1	463,1	4.284,1	2.462,7	3.302,3	3.574,3

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) Importes emitidos por residentes en la zona del euro. Los importes emitidos por no residentes están incluidos en «Activos frente a no residentes en la zona del euro».
- 3) Saldo mantenidos por residentes en la zona del euro.
- 4) Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

**2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro <sup>1)</sup>**

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos <sup>2)</sup>
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2012	26.246,1	12.209,7	1.170,3	11.039,4	3.629,2	2.195,4	1.433,8	767,0	4.845,6	222,9	4.571,8
2013	24.650,0	11.749,1	1.097,4	10.651,8	3.621,2	2.261,8	1.359,4	792,0	4.488,4	218,9	3.780,3
2013 IV	24.650,0	11.749,1	1.097,4	10.651,8	3.621,2	2.261,8	1.359,4	792,0	4.488,4	218,9	3.780,3
2014 I	24.910,7	11.751,2	1.108,0	10.643,2	3.681,3	2.352,5	1.328,7	804,8	4.639,3	210,6	3.823,5
2014 Ene	25.048,7	11.764,9	1.118,5	10.646,4	3.687,7	2.320,2	1.367,5	795,2	4.681,4	217,5	3.901,9
Feb	24.992,4	11.752,3	1.110,2	10.642,1	3.682,7	2.340,2	1.342,5	793,0	4.672,3	216,7	3.875,5
Mar	24.910,7	11.751,2	1.108,0	10.643,2	3.681,3	2.352,5	1.328,7	804,8	4.639,3	210,6	3.823,5
Abr <sup>(p)</sup>	25.060,8	11.762,2	1.107,8	10.654,4	3.652,5	2.358,4	1.294,0	825,6	4.698,0	210,8	3.911,8
Operaciones											
2012	87,5	-38,0	-4,7	-33,4	113,1	183,6	-70,5	38,5	-151,1	-14,0	139,0
2013	-1.613,1	-272,1	-73,7	-198,4	-27,9	46,1	-74,1	13,9	-79,3	-2,2	-1.245,6
2013 IV	-668,3	-96,7	-8,0	-88,7	-137,7	-75,2	-62,5	-5,2	-13,8	0,5	-415,3
2014 I	187,1	-1,0	9,1	-10,1	34,7	58,3	-23,6	13,4	119,2	-8,3	29,1
2014 Ene	287,4	-5,0	19,6	-24,7	44,6	42,8	1,8	8,0	126,4	-1,5	115,0
Feb	-22,9	-1,1	-8,3	7,2	1,0	12,2	-11,2	-5,4	16,2	-0,8	-32,9
Mar	-77,5	5,1	-2,3	7,4	-10,9	3,4	-14,2	10,8	-23,4	-6,0	-53,0
Abr <sup>(p)</sup>	149,5	13,9	0,1	13,8	-36,3	0,1	-36,4	19,5	64,5	0,1	87,9

**2. Pasivo**

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP otros sectores y residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos <sup>2)</sup>	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
Saldos vivos										
2012	26.246,1	876,8	251,0	10.930,7	467,9	2.853,4	2.396,4	3.793,2	4.729,6	-52,9
2013	24.650,0	921,2	214,8	10.974,3	404,8	2.587,0	2.340,1	3.308,6	3.954,1	-54,9
2013 IV	24.650,0	921,2	214,8	10.974,3	404,8	2.587,0	2.340,1	3.308,6	3.954,1	-54,9
2014 I	24.910,7	916,5	267,3	10.994,1	404,1	2.559,2	2.422,5	3.391,5	3.982,1	-26,5
2014 Ene	25.048,7	908,3	236,5	10.964,8	422,6	2.582,9	2.385,1	3.473,5	4.108,6	-33,6
Feb	24.992,4	910,2	272,6	10.983,9	421,8	2.557,5	2.405,6	3.427,6	4.039,5	-26,3
Mar	24.910,7	916,5	267,3	10.994,1	404,1	2.559,2	2.422,5	3.391,5	3.982,1	-26,5
Abr <sup>(p)</sup>	25.060,8	921,8	256,4	10.975,6	409,1	2.546,1	2.434,0	3.469,8	4.058,5	-10,4
Operaciones										
2012	87,5	19,5	-5,1	184,1	-18,2	-124,8	156,0	-251,7	151,0	-23,3
2013	-1.613,1	44,4	-37,0	161,1	-46,6	-198,9	78,4	-441,7	-1.187,2	14,3
2013 IV	-668,3	27,2	-58,9	22,3	-12,7	-25,7	-2,3	-179,2	-426,0	-13,1
2014 I	187,1	-5,3	52,1	15,7	-0,6	-27,1	38,4	70,7	13,8	29,5
2014 Ene	287,4	-13,6	20,4	-28,9	17,8	-13,0	13,6	123,5	147,1	20,5
Feb	-22,9	1,9	36,9	34,6	-0,7	-16,3	5,1	-16,4	-77,3	9,4
Mar	-77,5	6,3	-5,2	10,0	-17,6	2,1	19,6	-36,3	-56,0	-0,3
Abr <sup>(p)</sup>	149,5	5,3	-10,9	-17,7	5,1	-11,6	7,4	81,5	73,9	16,4

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- En diciembre de 2010 se modificó la manera de registrar los derivados en un Estado miembro, lo que provocó un incremento en su posición.
- Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.
- Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

## 2.3 Estadísticas monetarias <sup>1)</sup>

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

### 1. Agregados monetarios<sup>2)</sup> y contrapartidas

	M3				5	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro <sup>3)</sup>			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>4)</sup>
	M2		M3-M2	Préstamos					Pro memoria: Préstamos ajustados de ventas y titulizaciones <sup>5)</sup>			
	M1	M2-M1								3	4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos</b>												
2012	5.107,1	3.882,3	8.989,4	790,1	9.779,5	-	7.569,0	3.406,0	13.055,3	10.854,0	-	1.035,6
2013	5.390,0	3.812,4	9.202,4	625,2	9.827,6	-	7.303,2	3.402,2	12.694,3	10.541,7	-	1.162,3
2013 IV	5.390,0	3.812,4	9.202,4	625,2	9.827,6	-	7.303,2	3.402,2	12.694,3	10.541,7	-	1.162,3
2014 I	5.488,3	3.791,7	9.280,0	602,4	9.882,4	-	7.349,0	3.452,9	12.661,2	10.534,5	-	1.263,0
2014 Ene	5.447,2	3.793,5	9.240,7	643,1	9.883,8	-	7.345,2	3.450,1	12.710,3	10.550,3	-	1.199,8
Feb	5.492,0	3.783,0	9.275,1	637,9	9.912,9	-	7.329,1	3.455,1	12.678,1	10.545,1	-	1.240,7
Mar	5.488,3	3.791,7	9.280,0	602,4	9.882,4	-	7.349,0	3.452,9	12.661,2	10.534,5	-	1.263,0
Abr <sup>(p)</sup>	5.498,8	3.788,7	9.287,5	589,7	9.877,1	-	7.328,6	3.458,9	12.633,6	10.553,7	-	1.264,6
<b>Operaciones</b>												
2012	307,4	78,1	385,5	-55,4	330,0	-	-116,4	184,9	-102,6	-70,8	-15,1	99,3
2013	291,2	-66,7	224,5	-123,8	100,6	-	-90,0	-25,2	-305,6	-246,1	-220,3	361,7
2013 IV	48,7	-39,2	9,5	-20,1	-10,6	-	-18,3	-50,7	-153,1	-63,3	-57,6	155,2
2014 I	90,5	-23,9	66,6	-22,4	44,2	-	8,4	16,8	-27,1	-8,7	-5,9	81,2
2014 Ene	46,6	-22,8	23,9	18,0	41,9	-	-4,1	30,8	-4,9	-10,7	-10,6	12,3
Feb	47,8	-9,7	38,0	-4,9	33,1	-	-10,9	-2,8	-10,0	6,4	8,5	36,7
Mar	-3,9	8,6	4,7	-35,5	-30,8	-	23,3	-11,2	-12,2	-4,3	-3,8	32,2
Abr <sup>(p)</sup>	10,9	-2,8	8,2	-10,6	-2,4	-	-25,0	0,5	-27,9	21,8	23,1	4,2
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2012	6,4	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,5	-1,5	5,9	-0,8	-0,6	-0,1	99,3
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,0	361,7
2013 IV	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,0	361,7
2014 I	5,6	-2,3	2,2	-14,6	1,0	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	376,9
2014 Ene	6,1	-2,5	2,4	-13,7	1,1	1,1	-1,2	0,2	-2,3	-2,3	-2,0	333,0
Feb	6,2	-2,6	2,4	-12,4	1,3	1,1	-1,3	0,1	-2,3	-2,2	-2,0	377,2
Mar	5,6	-2,3	2,2	-14,6	1,0	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	376,9
Abr <sup>(p)</sup>	5,2	-2,3	2,0	-15,2	0,8	.	-1,1	-0,9	-2,5	-1,8	-1,5	366,6

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### G2 Contrapartidas <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro, etc.) frente a los sectores residentes en la zona del euro distintos de IFM, excluida la Administración Central. Véase el Glosario para la definición de M1, M2 y M3.
- Excluye las adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central a partir de junio de 2010; las operaciones y las tasas de crecimiento están ajustadas por este efecto.
- En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de las operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.
- Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

### 2.3 Estadísticas monetarias <sup>1)</sup>

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

#### 2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales <sup>2)</sup>	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2012	863,9	4.243,1	1.801,8	2.080,6	123,7	483,3	183,2	2.685,0	106,1	2.395,2	2.382,7
2013	909,6	4.480,4	1.690,8	2.121,6	118,8	417,9	88,5	2.510,7	91,7	2.372,8	2.328,1
2013 IV	909,6	4.480,4	1.690,8	2.121,6	118,8	417,9	88,5	2.510,7	91,7	2.372,8	2.328,1
2014 I	926,3	4.561,9	1.667,4	2.124,3	116,8	402,0	83,6	2.472,6	91,2	2.358,7	2.426,5
2014 Ene	913,7	4.533,5	1.674,1	2.119,4	124,7	427,5	91,0	2.498,9	90,9	2.375,6	2.379,8
Feb	919,1	4.572,9	1.664,3	2.118,8	130,1	421,2	86,6	2.470,8	91,3	2.360,4	2.406,5
Mar	926,3	4.561,9	1.667,4	2.124,3	116,8	402,0	83,6	2.472,6	91,2	2.358,7	2.426,5
Abr <sup>(p)</sup>	925,7	4.573,1	1.664,8	2.123,9	119,2	401,8	68,7	2.469,6	91,1	2.321,0	2.446,8
Operaciones											
2012	20,2	287,2	-36,5	114,6	-17,0	-20,0	-18,4	-105,8	-10,2	-156,1	155,7
2013	45,6	245,5	-109,9	43,2	-11,9	-48,6	-63,3	-137,2	-14,3	-18,4	79,9
2013 IV	15,9	32,9	-28,6	-10,6	9,6	-3,4	-26,3	17,2	-1,8	-18,2	-15,5
2014 I	16,1	74,4	-26,1	2,2	-2,1	-15,8	-4,6	-37,8	-0,5	-7,9	54,5
2014 Ene	3,6	43,1	-20,1	-2,7	5,6	9,6	2,9	-21,1	-0,8	-2,6	20,4
Feb	5,3	42,4	-9,2	-0,5	5,6	-6,3	-4,3	-19,1	0,5	-3,5	11,2
Mar	7,2	-11,1	3,1	5,5	-13,3	-19,1	-3,2	2,5	-0,2	-1,8	22,8
Abr <sup>(p)</sup>	-0,7	11,6	-2,5	-0,3	2,4	-0,2	-12,8	-3,6	-0,1	-37,5	16,2
Tasas de crecimiento											
2012	2,4	7,2	-2,0	5,8	-11,8	-3,9	-9,6	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2013 IV	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2014 I	6,5	5,4	-6,4	1,1	-9,9	-12,0	-28,4	-4,6	-9,6	-1,7	3,9
2014 Ene	5,8	6,2	-7,3	1,5	-9,1	-7,8	-34,2	-5,3	-12,5	-0,7	3,7
Feb	6,2	6,2	-7,0	1,1	-2,4	-9,2	-31,8	-5,8	-10,7	-0,7	3,6
Mar	6,5	5,4	-6,4	1,1	-9,9	-12,0	-28,4	-4,6	-9,6	-1,7	3,9
Abr <sup>(p)</sup>	5,3	5,2	-6,0	0,7	-7,9	-10,8	-38,8	-4,0	-8,3	-2,8	4,2

#### G3 Componentes de los agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



#### G4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Excluye las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central a partir de junio de 2010; las operaciones y las tasas de crecimiento están ajustadas por este efecto.

## 2.3 Estadísticas monetarias <sup>1)</sup>

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

### 3. Préstamos como contrapartida de M3

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermedios financieros <sup>2)</sup>		Sociedades no financieras			Hogares <sup>3)</sup>				
	Total	Total	Total	Préstamos ajustados de ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Préstamos ajustados de ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos</b>												
2012	89,0	977,0	4.546,5	-	1.129,8	795,7	2.621,1	5.241,4	-	601,8	3.823,5	816,1
2013	98,3	866,8	4.355,9	-	1.067,8	740,4	2.547,7	5.220,6	-	573,3	3.851,6	795,7
2013 IV	98,3	866,8	4.355,9	-	1.067,8	740,4	2.547,7	5.220,6	-	573,3	3.851,6	795,7
2014 I	101,1	861,6	4.339,7	-	1.058,7	734,7	2.546,3	5.232,1	-	572,6	3.867,2	792,2
2014 Ene	99,9	850,0	4.374,0	-	1.061,3	743,2	2.569,5	5.226,5	-	572,6	3.858,3	795,7
Feb	102,5	863,2	4.348,2	-	1.048,0	741,7	2.558,5	5.231,2	-	571,9	3.865,5	793,8
Mar	101,1	861,6	4.339,7	-	1.058,7	734,7	2.546,3	5.232,1	-	572,6	3.867,2	792,2
Abr <sup>5)</sup>	100,0	885,7	4.331,6	-	1.047,7	740,9	2.543,0	5.236,6	-	571,2	3.872,0	793,3
<b>Operaciones</b>												
2012	-2,0	12,9	-107,3	-60,1	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,7	48,5	-5,1
2013	9,6	-119,3	-133,1	-127,9	-44,2	-45,0	-43,9	-3,4	14,1	-18,0	27,8	-13,1
2013 IV	3,0	-33,2	-25,6	-27,2	-8,6	-17,8	0,8	-7,5	-0,6	-6,3	7,0	-8,2
2014 I	2,8	6,9	-26,0	-25,0	-7,1	-4,2	-14,7	7,6	9,1	0,5	10,3	-3,1
2014 Ene	1,5	-2,6	-8,9	-8,7	-8,8	-0,5	0,4	-0,8	-0,9	-0,5	1,3	-1,6
Feb	2,6	11,0	-13,2	-12,9	-10,3	2,2	-5,1	5,9	7,7	-0,4	7,3	-1,0
Mar	-1,4	-1,5	-4,0	-3,4	12,0	-5,9	-10,1	2,5	2,2	1,4	1,7	-0,5
Abr <sup>5)</sup>	-1,2	24,3	-6,7	-3,7	-10,4	6,6	-2,8	5,4	3,3	-1,1	5,0	1,4
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2012	-2,2	1,3	-2,3	-1,3	0,6	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,6
2013	10,8	-12,2	-2,9	-2,8	-3,9	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 IV	10,8	-12,2	-2,9	-2,8	-3,9	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 I	9,0	-10,6	-3,0	-3,1	-4,9	-4,7	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,9
2014 Ene	7,6	-11,7	-2,9	-2,8	-4,4	-5,4	-1,6	-0,2	0,2	-2,9	0,5	-1,7
Feb	11,0	-10,5	-3,0	-3,1	-5,7	-4,5	-1,3	-0,1	0,4	-2,6	0,6	-1,8
Mar	9,0	-10,6	-3,0	-3,1	-4,9	-4,7	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,9
Abr <sup>5)</sup>	5,4	-7,4	-2,8	-2,7	-5,1	-3,4	-1,6	0,0	0,4	-2,1	0,7	-1,7

### G5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

— Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>  
 ..... Sociedades no financieras



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) Excluyen las adquisiciones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central a partir de junio de 2010; las operaciones y las tasas de crecimiento están ajustadas por este efecto.

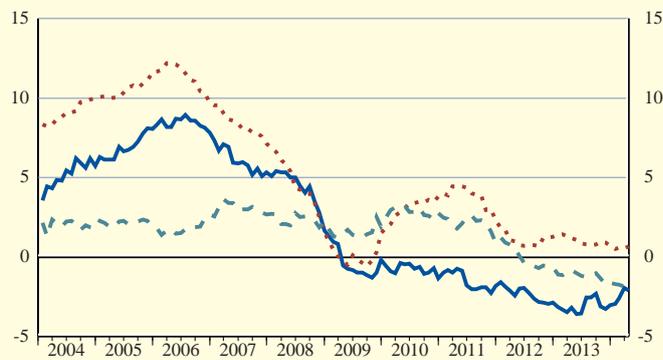
3) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

### G6 Préstamos a hogares <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

— Crédito al consumo  
 ..... Préstamos para adquisición de vivienda  
 - - - - - Otras finalidades



**2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM <sup>1), 2)</sup>**

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

**1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras**

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros				Sociedades no financieras				
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
					Adquisiciones temporales a través de ECC								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2013	90,0	72,6	4,1	13,3	985,8	122,6	439,0	223,7	323,0	4.344,8	1.059,6	739,3	2.545,9
2013 IV	90,0	72,6	4,1	13,3	985,8	122,6	439,0	223,7	323,0	4.344,8	1.059,6	739,3	2.545,9
2014 I	99,4	82,0	4,0	13,4	980,3	117,8	440,3	221,2	318,8	4.338,9	1.061,0	733,9	2.544,0
2014 Feb	100,4	83,0	3,9	13,4	971,9	114,7	431,3	221,1	319,5	4.347,4	1.050,2	739,6	2.557,6
Mar	99,4	82,0	4,0	13,4	980,3	117,8	440,3	221,2	318,8	4.338,9	1.061,0	733,9	2.544,0
Abr <sup>(p)</sup>	99,4	82,5	4,1	12,8	995,8	104,8	437,1	227,2	331,6	4.331,1	1.051,9	739,5	2.539,7
<b>Operaciones</b>													
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-69,8	49,4	-50,2	3,9	-23,5	-133,6	-44,1	-45,0	-44,5
2013 IV	-8,4	-9,4	0,6	0,4	-44,1	0,9	-48,5	9,3	-4,8	-36,2	-14,1	-20,4	-1,7
2014 I	9,3	9,4	-0,1	0,1	6,7	-4,8	5,0	-3,7	5,4	-15,6	3,5	-3,8	-15,3
2014 Feb	3,2	3,4	-0,1	-0,1	17,4	8,5	17,7	-2,2	1,9	-11,3	-10,3	3,6	-4,6
Mar	-1,0	-1,0	0,1	-0,1	8,5	3,1	9,1	0,3	-0,9	-3,8	12,2	-4,5	-11,5
Abr <sup>(p)</sup>	0,0	0,5	0,1	-0,6	15,6	-13,0	-3,2	6,0	12,9	-6,4	-8,6	5,9	-3,7
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,2	28,2	-9,6	1,9	-6,7	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2013 IV	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,2	28,2	-9,6	1,9	-6,7	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2014 I	8,9	9,1	3,9	9,7	-8,2	2,9	-13,1	2,3	-7,2	-3,0	-4,9	-4,7	-1,7
2014 Feb	11,0	13,2	-4,7	3,6	-8,6	-0,4	-13,7	1,9	-7,4	-3,0	-5,7	-4,5	-1,3
Mar	8,9	9,1	3,9	9,7	-8,2	2,9	-13,1	2,3	-7,2	-3,0	-4,9	-4,7	-1,7
Abr <sup>(p)</sup>	5,3	5,4	1,4	5,6	-6,0	-5,6	-12,9	4,4	-2,0	-2,8	-5,1	-3,4	-1,6

**2. Préstamos a hogares <sup>3)</sup>**

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades				
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Empresarios individuales	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>														
2013	5.230,0	575,7	128,6	169,4	277,7	3.857,8	12,7	55,4	3.789,7	796,4	408,6	136,5	76,3	583,6
2013 IV	5.230,0	575,7	128,6	169,4	277,7	3.857,8	12,7	55,4	3.789,7	796,4	408,6	136,5	76,3	583,6
2014 I	5.223,4	570,1	127,0	166,5	276,6	3.863,1	13,1	54,7	3.795,3	790,1	408,3	135,1	75,8	579,2
2014 Feb	5.221,2	567,9	124,6	166,7	276,6	3.860,7	12,8	55,0	3.792,8	792,6	408,0	133,7	76,2	582,7
Mar	5.223,4	570,1	127,0	166,5	276,6	3.863,1	13,1	54,7	3.795,3	790,1	408,3	135,1	75,8	579,2
Abr <sup>(p)</sup>	5.227,0	570,0	126,5	165,6	277,9	3.866,4	13,1	54,7	3.798,5	790,6	406,0	134,6	76,1	579,8
<b>Operaciones</b>														
2013	-3,8	-18,1	-4,0	-6,8	-7,3	27,5	-1,4	-1,5	30,4	-13,3	-10,7	-3,5	-3,7	-6,1
2013 IV	0,0	-4,7	-0,5	-1,4	-2,8	11,6	0,1	-0,4	11,8	-6,9	-3,1	-0,5	-1,1	-5,3
2014 I	-10,5	-4,5	-1,5	-1,6	-1,3	0,0	0,2	-1,0	0,8	-6,0	-1,4	-1,2	-0,5	-4,2
2014 Feb	-2,1	-3,2	-1,8	-0,8	-0,6	2,6	-0,1	-0,4	3,1	-1,5	0,2	-1,6	0,6	-0,5
Mar	3,8	2,8	2,5	0,0	0,4	2,4	0,3	-0,4	2,5	-1,5	0,2	1,4	-0,3	-2,6
Abr <sup>(p)</sup>	4,5	0,3	-0,4	0,6	0,1	3,4	0,0	0,0	3,4	0,8	-1,5	-0,4	0,3	0,9
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2013	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2013 IV	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2014 I	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,7	-2,8	0,6	-1,9	-1,9	-2,8	-2,9	-1,5
2014 Feb	-0,1	-2,6	-3,6	-2,7	-2,0	0,6	-9,6	-3,0	0,7	-1,8	-2,3	-3,3	-3,0	-1,2
Mar	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,7	-2,8	0,6	-1,9	-1,9	-2,8	-2,9	-1,5
Abr <sup>(p)</sup>	0,0	-2,1	-1,1	-2,7	-2,1	0,7	-5,0	-2,9	0,7	-1,7	-2,0	-2,7	-2,3	-1,4

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

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

## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM <sup>1), 2)</sup>

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 3. Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2012	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.868,2	1.906,7	961,5	60,7	900,7
2013	1.082,4	279,6	213,8	560,7	28,3	2.726,4	1.788,5	937,8	56,5	881,3
2013 II	1.101,8	290,3	218,1	565,3	28,0	2.877,8	1.893,7	984,1	58,0	926,1
III	1.090,4	285,1	213,8	560,0	31,6	2.767,3	1.807,6	959,7	59,3	900,5
IV	1.082,4	279,6	213,8	560,7	28,3	2.726,4	1.788,5	937,8	56,5	881,3
2014 I <sup>(p)</sup>	1.092,9	289,2	213,6	561,7	28,3	2.864,7	1.905,4	961,0	58,6	902,4
<b>Operaciones</b>										
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2013	-72,1	-61,7	-7,9	-6,7	4,2	-72,3	-75,5	3,2	-2,1	5,3
2013 II	-22,1	-21,8	1,1	-3,5	2,0	18,6	25,2	-6,6	-1,3	-5,2
III	-12,4	-5,1	-4,5	-6,4	3,5	-91,4	-77,3	-14,0	2,4	-16,4
IV	-8,0	-5,4	0,0	0,7	-3,3	-10,4	3,5	-13,9	-2,2	-11,8
2014 I <sup>(p)</sup>	9,1	8,5	-0,3	0,6	0,0	136,4	115,3	22,8	2,3	20,5
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013	-6,2	-18,1	-3,5	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5
2013 II	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,6	-4,1	-5,7	-0,9	3,2	-1,1
III	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-5,5	-6,9	-2,8	3,3	-3,2
IV	-6,2	-18,1	-3,5	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5
2014 I <sup>(p)</sup>	-3,0	-7,6	-1,7	-1,5	8,9	1,9	3,7	-1,1	2,2	-1,4

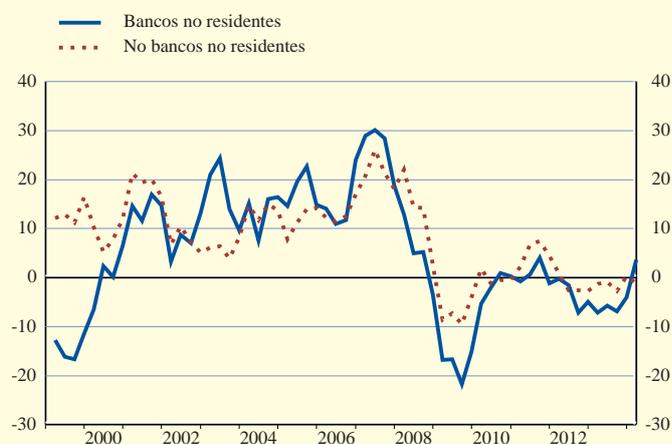
### G7 Préstamos a las AAPP <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



### G8 Préstamos a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

3) En este cuadro, el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM <sup>1), 2)</sup>

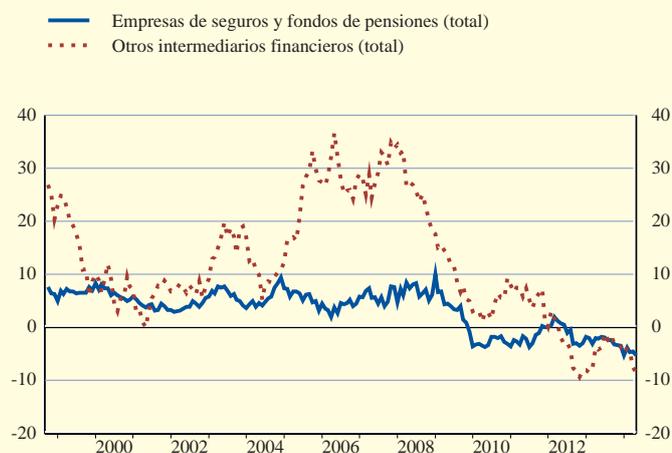
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros							
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Saldos vivos</b>															
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2.015,9	410,1	236,6	1.021,0	13,6	0,3	334,4	256,7
2013	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0
2013 IV	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0
2014 I	665,6	111,4	78,0	456,0	8,0	0,1	12,0	1.843,2	439,6	215,3	915,3	18,5	0,5	254,0	177,1
2014 Ene	677,4	119,0	77,3	461,4	8,1	0,1	11,5	1.858,5	437,2	218,9	941,0	19,8	0,5	241,2	160,5
Feb	666,6	111,4	77,1	458,7	8,3	0,1	11,0	1.858,1	438,6	216,8	921,9	17,7	0,5	262,6	178,6
Mar	665,6	111,4	78,0	456,0	8,0	0,1	12,0	1.843,2	439,6	215,3	915,3	18,5	0,5	254,0	177,1
Abr <sup>(p)</sup>	665,0	113,6	77,8	452,8	8,0	0,1	12,7	1.801,8	434,6	220,2	887,5	17,7	0,5	241,3	162,8
<b>Operaciones</b>															
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-177,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	17,2	13,3
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-56,3	14,8	-14,7	-76,2	3,0	0,3	16,6	30,6
2013 IV	-15,8	-10,3	1,9	-7,7	-1,1	0,0	1,5	-82,1	-17,6	-13,3	-25,3	-0,5	0,2	-25,6	-16,1
2014 I	11,4	15,1	1,2	-6,8	0,9	0,0	1,0	-6,5	14,9	-6,5	-21,0	2,0	-0,1	4,1	-0,9
2014 Ene	23,2	22,5	0,6	-1,4	1,1	0,0	0,4	-4,6	11,5	-3,5	-7,0	3,3	0,0	-8,9	-17,5
Feb	-10,7	-7,4	-0,2	-2,7	0,1	0,0	-0,4	13,0	2,4	-1,4	-7,4	-2,0	0,0	21,5	18,1
Mar	-1,1	0,0	0,9	-2,7	-0,3	0,0	1,0	-15,0	1,0	-1,6	-6,6	0,8	0,0	-8,6	-1,5
Abr <sup>(p)</sup>	-0,1	2,3	-0,2	-2,8	0,0	0,0	0,7	-40,7	-4,8	5,2	-27,6	-0,7	0,1	-12,8	-14,3
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2012	-1,8	16,5	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,1	6,0	-17,4	-14,0	-14,0	-	4,3	4,2
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9
2013 IV	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9
2014 I	-4,5	-1,8	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,5	0,1	-9,3	-9,1	23,5	-	-12,9	-10,6
2014 Ene	-3,9	-0,1	-7,2	-4,6	27,4	-	-4,3	-4,3	2,0	-8,6	-7,6	39,5	-	-4,0	-1,6
Feb	-4,6	-2,2	-6,9	-4,9	24,6	-	-12,7	-4,4	2,1	-7,9	-7,2	21,7	-	-3,3	-1,7
Mar	-4,5	-1,8	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,5	0,1	-9,3	-9,1	23,5	-	-12,9	-10,6
Abr <sup>(p)</sup>	-5,3	-3,9	-7,2	-5,3	5,2	-	-6,5	-8,5	-2,3	-4,6	-10,9	13,0	-	-14,4	-13,9

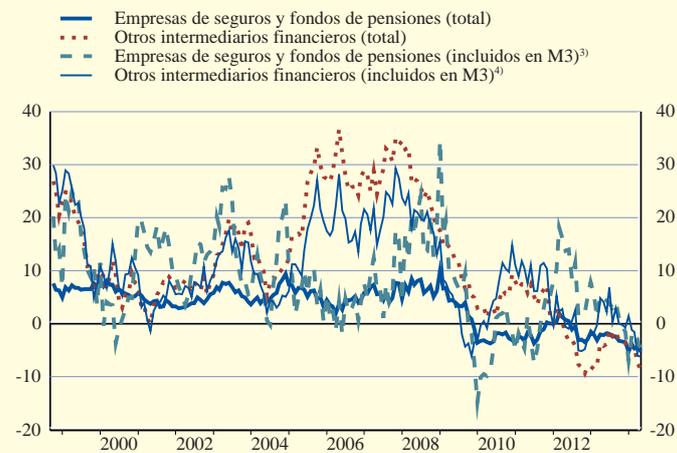
### G9 Depósitos totales por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



### G10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

3) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

4) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM <sup>1), 2)</sup>

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2012	1.761,8	1.148,8	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6.118,9	2.346,2	979,1	747,8	1.937,3	98,0	10,4
2013	1.873,5	1.236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6.263,3	2.521,5	877,4	806,7	1.969,3	83,9	4,5
2013 IV	1.873,5	1.236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6.263,3	2.521,5	877,4	806,7	1.969,3	83,9	4,5
2014 I	1.852,6	1.214,8	400,2	126,4	95,8	1,8	13,6	6.287,3	2.538,5	869,7	813,7	1.976,0	83,7	5,7
2014 Ene	1.830,1	1.192,6	401,9	123,8	94,1	1,8	16,0	6.270,3	2.521,5	873,9	811,8	1.974,4	83,7	5,0
Feb	1.832,2	1.189,5	404,0	125,4	95,1	1,8	16,3	6.282,3	2.532,1	873,1	814,3	1.973,4	83,8	5,8
Mar	1.852,6	1.214,8	400,2	126,4	95,8	1,8	13,6	6.287,3	2.538,5	869,7	813,7	1.976,0	83,7	5,7
Abr <sup>4)</sup>	1.854,7	1.213,5	399,7	126,5	96,4	1,8	16,8	6.300,1	2.562,4	863,2	811,2	1.974,3	83,5	5,5
<b>Operaciones</b>														
2012	82,2	99,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,6	90,1	33,7	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013	119,5	92,4	-3,8	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,3	176,8	-100,1	59,5	32,2	-14,1	-5,9
2013 IV	83,9	63,8	12,1	4,0	-3,0	0,1	6,8	61,5	62,0	-25,5	23,7	4,2	-1,0	-1,8
2014 I	-25,4	-25,1	-4,8	3,3	4,1	0,1	-2,9	20,9	14,9	-8,4	6,8	6,4	-0,2	1,3
2014 Ene	-50,2	-49,1	-3,6	0,8	2,3	0,0	-0,6	3,0	-2,4	-4,4	4,9	4,7	-0,3	0,5
Feb	4,4	-1,2	2,6	1,5	1,1	0,1	0,3	12,9	11,0	-0,5	2,5	-1,0	0,2	0,7
Mar	20,5	25,2	-3,8	1,0	0,7	0,0	-2,6	4,9	6,3	-3,4	-0,5	2,7	-0,1	0,0
Abr <sup>4)</sup>	2,1	-1,1	-0,7	0,1	0,6	0,0	3,2	12,6	23,9	-6,4	-2,6	-1,7	-0,3	-0,3
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2012	4,9	9,5	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2013 IV	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2014 I	6,3	8,4	-2,5	15,4	5,6	16,7	23,4	2,0	6,8	-9,9	7,5	0,6	-10,1	-30,8
2014 Ene	6,6	7,6	0,6	16,4	7,8	0,9	15,1	2,3	7,8	-11,0	8,3	1,0	-13,0	-52,7
Feb	6,8	8,4	-0,1	15,6	6,4	6,0	18,0	2,1	7,4	-10,6	8,3	0,7	-11,1	-33,6
Mar	6,3	8,4	-2,5	15,4	5,6	16,7	23,4	2,0	6,8	-9,9	7,5	0,6	-10,1	-30,8
Abr <sup>4)</sup>	6,2	7,8	-1,6	14,1	5,5	26,4	51,2	2,0	6,9	-9,4	6,6	0,3	-8,8	-21,9

### G11 Depósitos totales por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)



### G12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)
- - - Sociedades no financieras (incluidos en M3) <sup>5)</sup>
- Hogares (incluidos en M3) <sup>5)</sup>



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

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

4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

5) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM <sup>1), 2)</sup>

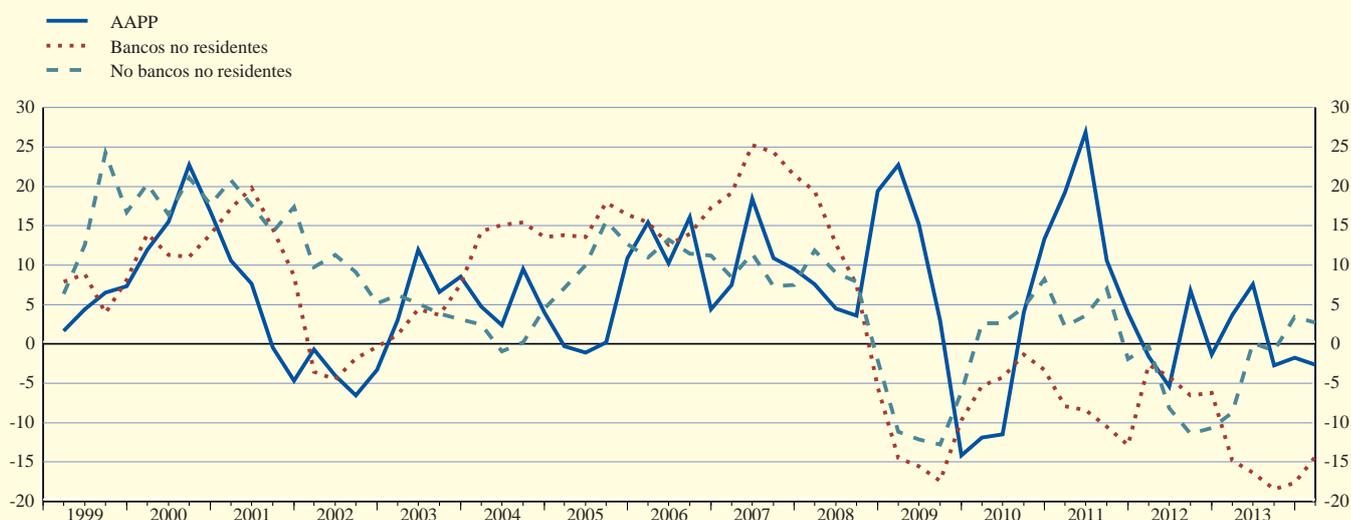
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 3. Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2012	447,9	169,6	62,8	111,7	103,8	2.895,4	2.016,8	878,6	39,8	838,7
2013	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2.519,8	1.626,0	893,8	29,8	864,0
2013 II	546,0	235,6	70,9	115,4	124,2	2.806,4	1.873,5	933,0	35,4	897,6
2013 III	495,5	190,9	70,7	113,6	120,2	2.666,1	1.737,5	928,6	43,0	885,6
2013 IV	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2.519,8	1.626,0	893,8	29,8	864,0
2014 I <sup>(p)</sup>	488,0	181,1	73,1	110,6	123,2	2.594,9	1.667,7	926,7	33,8	892,9
<b>Operaciones</b>										
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,2	-135,6	-104,6	-5,1	-99,5
2013	-8,0	-17,9	1,1	-2,6	11,3	-324,7	-355,1	30,4	-8,9	39,2
2013 II	46,7	27,7	3,8	3,6	11,7	-68,9	-99,2	30,3	-1,8	32,1
2013 III	-49,8	-44,7	-0,1	-1,7	-3,3	-128,8	-127,6	-1,2	7,9	-9,1
2013 IV	-55,2	-39,1	-6,6	-4,5	-5,0	-124,7	-95,7	-29,0	-13,0	-16,0
2014 I <sup>(p)</sup>	45,5	28,5	9,0	1,3	6,7	63,3	38,1	24,7	4,0	20,7
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,2	-10,7	-11,9	-10,6
2013	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2013 II	7,6	23,9	-28,2	2,9	16,5	-11,6	-16,3	0,1	-14,4	0,8
2013 III	-2,8	-5,4	-24,1	2,1	16,3	-13,1	-18,4	-0,9	2,0	-1,0
2013 IV	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2014 I <sup>(p)</sup>	-2,6	-13,5	9,0	-1,2	9,0	-9,0	-14,4	2,7	-7,7	3,2

### G13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

3) En este cuadro, el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

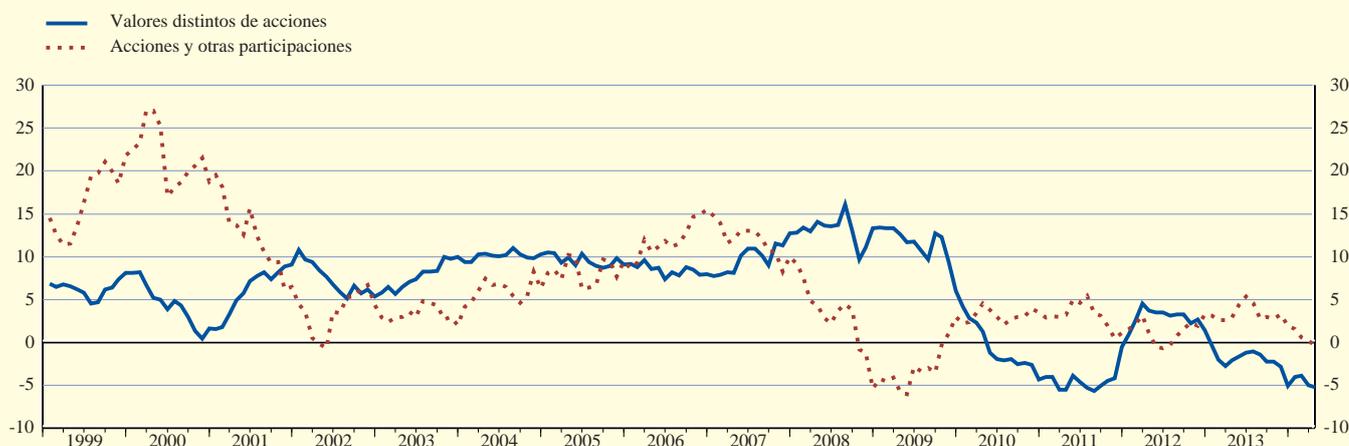
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>1), 2)</sup>

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Saldos vivos</b>												
2012	5.774,4	1.748,4	102,9	1.594,2	32,8	1.399,6	23,6	872,8	1.528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5.469,9	1.540,0	102,7	1.674,0	20,3	1.305,7	28,7	798,4	1.561,7	457,3	775,5	328,9
2013 IV	5.469,9	1.540,0	102,7	1.674,0	20,3	1.305,7	28,7	798,4	1.561,7	457,3	775,5	328,9
2014 I	5.501,5	1.503,8	113,7	1.755,3	19,2	1.276,5	29,4	803,6	1.560,3	462,2	787,1	310,9
2014 Ene	5.570,2	1.557,9	108,8	1.731,6	20,0	1.310,9	30,0	811,0	1.566,6	462,1	778,2	326,3
Feb	5.563,0	1.552,7	113,2	1.749,7	19,1	1.288,3	29,0	811,0	1.546,6	462,7	775,4	308,5
Mar	5.501,5	1.503,8	113,7	1.755,3	19,2	1.276,5	29,4	803,6	1.560,3	462,2	787,1	310,9
Abr <sup>(p)</sup>	5.488,5	1.504,5	111,5	1.772,2	18,7	1.242,7	28,7	810,2	1.577,2	459,8	807,9	309,6
<b>Operaciones</b>												
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,5	-3,9	-46,3	49,8	6,6	37,9	5,3
2013	-290,2	-220,7	-0,3	65,4	-11,3	-94,3	5,9	-35,0	29,6	-12,2	13,2	28,6
2013 IV	-184,2	-62,8	1,6	-51,0	-9,0	-61,1	0,1	-2,1	1,8	2,3	-5,3	4,8
2014 I	10,3	-38,2	10,4	58,0	-1,4	-20,9	0,5	1,9	-4,5	-0,6	12,6	-16,5
2014 Ene	71,1	16,8	4,0	46,9	-0,9	0,5	0,7	3,1	8,0	2,1	7,3	-1,4
Feb	7,5	-5,7	5,7	11,9	-0,6	-9,0	-0,6	5,8	-26,7	-3,1	-5,6	-18,0
Mar	-68,4	-49,3	0,7	-0,8	0,1	-12,4	0,4	-7,1	14,2	0,4	10,9	2,9
Abr <sup>(p)</sup>	-19,7	0,3	-2,3	12,5	-0,5	-35,5	-0,7	6,5	15,8	-2,2	19,5	-1,5
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2012	1,5	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2013 IV	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2014 I	-5,0	-11,7	-6,4	2,6	-36,8	-7,1	11,0	-2,4	0,2	-0,6	1,0	-0,4
2014 Ene	-4,0	-11,2	-13,1	5,1	-37,7	-5,5	27,6	-2,4	1,5	-2,1	0,9	9,1
Feb	-3,9	-10,5	-7,2	4,6	-38,5	-6,2	20,3	-1,6	0,6	-1,2	0,9	2,5
Mar	-5,0	-11,7	-6,4	2,6	-36,8	-7,1	11,0	-2,4	0,2	-0,6	1,0	-0,4
Abr <sup>(p)</sup>	-5,2	-11,4	-6,1	3,4	-37,8	-9,9	1,8	-0,8	-0,3	-0,4	0,0	-1,1

## G14 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

**2.7 Detalle de algunas partidas del balance de las IFM, por monedas <sup>1), 2)</sup>**

(porcentaje del total; saldos vivos en mm de euros; fin del período)

**1. Préstamos, valores distintos de acciones y depósitos**

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldo vivo)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldo vivo)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Préstamos</b>														
<i>A residentes en la zona euro</i>														
2012	5.795,4	-	-	-	-	-	12.191,8	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013	5.250,1	-	-	-	-	-	11.733,0	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2013 IV	5.250,1	-	-	-	-	-	11.733,0	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2014 I <sup>(p)</sup>	5.208,9	-	-	-	-	-	11.734,9	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,3	
<i>A no residentes en la zona euro</i>														
2012	1.906,7	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	10,1	961,5	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9
2013	1.788,5	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,8	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2013 IV	1.788,5	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,8	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2014 I <sup>(p)</sup>	1.905,4	39,1	60,9	39,0	2,6	3,6	10,1	961,0	40,5	59,5	37,9	2,7	2,6	9,4
<b>Valores distintos de acciones</b>														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
2012	1.851,3	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3.050,3	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013	1.642,7	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3.028,7	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2013 IV	1.642,7	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3.028,7	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2014 I <sup>(p)</sup>	1.617,6	93,0	7,0	2,9	0,1	0,2	3,3	3.080,4	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,5
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>														
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013	421,5	52,4	47,6	20,2	0,2	0,6	20,0	376,9	38,2	61,8	37,5	4,1	1,0	10,7
2013 IV	421,5	52,4	47,6	20,2	0,2	0,6	20,0	376,9	38,2	61,8	37,5	4,1	1,0	10,7
2014 I <sup>(p)</sup>	423,4	52,9	47,1	20,0	0,2	0,4	19,8	380,0	37,4	62,6	37,6	5,0	0,7	10,3
<b>Depósitos</b>														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
2012	6.159,5	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11.035,9	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013	5.560,4	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11.086,6	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2013 IV	5.560,4	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11.086,6	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2014 I <sup>(p)</sup>	5.517,9	93,0	7,0	4,4	0,2	1,1	0,7	11.136,7	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
<i>De no residentes en la zona del euro</i>														
2012	2.016,8	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,6	52,4	47,6	31,3	1,9	1,1	6,3
2013	1.626,0	51,3	48,7	33,1	1,7	1,5	7,8	893,8	53,9	46,1	29,7	2,1	1,2	6,4
2013 IV	1.626,0	51,3	48,7	33,1	1,7	1,5	7,8	893,8	53,9	46,1	29,7	2,1	1,2	6,4
2014 I <sup>(p)</sup>	1.667,7	51,5	48,5	33,8	1,6	1,5	7,2	926,7	53,9	46,1	29,9	2,2	1,0	6,6

**2. Valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro**

	Total monedas (saldo vivo)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2012	5.068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013	4.582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2013 IV	4.582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2014 I <sup>(p)</sup>	4.550,7	80,5	19,5	11,0	1,3	1,8	2,8

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

3) En el caso de las no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a las IFM de la zona del euro.

4) Incluye las emisiones en cualquiera de las denominaciones nacionales del euro.

## 2.8 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro <sup>1)</sup>

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2013 Sep	7.774,4	515,1	3.095,2	2.228,8	1.064,0	251,0	620,2
Oct	7.933,4	530,6	3.116,1	2.303,5	1.098,9	250,7	633,5
Nov	7.976,9	520,9	3.129,4	2.335,5	1.106,5	252,2	632,5
Dic	7.937,5	514,5	3.110,3	2.370,2	1.117,4	254,5	570,6
2014 Ene	8.037,6	533,7	3.169,6	2.342,5	1.119,9	255,8	616,1
Feb	8.198,8	541,2	3.212,1	2.422,6	1.143,4	256,0	623,5
Mar <sup>(p)</sup>	8.354,2	550,2	3.279,6	2.416,2	1.178,2	258,4	671,7
Operaciones							
2013 III	57,8	-8,4	58,6	28,4	28,7	2,2	-51,7
IV	60,9	3,3	6,3	43,6	51,5	3,4	-47,2
2014 I <sup>(p)</sup>	282,4	38,9	104,7	41,6	19,9	3,1	74,1

### 2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
							Fondos de inversión
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2013 Sep	7.774,4	170,8	7.041,7	5.150,3	837,5	1.891,3	561,9
Oct	7.933,4	172,1	7.194,4	5.272,1	871,1	1.922,3	566,9
Nov	7.976,9	174,8	7.239,9	5.310,3	881,0	1.929,6	562,2
Dic	7.937,5	169,6	7.259,2	5.327,4	885,7	1.931,8	508,7
2014 Ene	8.037,6	180,6	7.291,6	5.359,9	887,1	1.931,7	565,4
Feb	8.198,8	183,8	7.442,5	5.475,3	906,8	1.967,2	572,5
Mar <sup>(p)</sup>	8.354,2	187,9	7.524,5	5.560,9	925,1	1.962,3	641,8
Operaciones							
2013 III	57,8	3,7	102,0	67,9	28,3	34,1	-47,9
IV	60,9	0,6	111,4	96,1	43,8	23,9	-55,9
2014 I <sup>(p)</sup>	282,4	21,3	170,0	128,3	16,6	40,0	90,2

### 3. Participaciones en fondos de inversión emitidas, por política de inversión y tipo de fondo

	Total	Fondos por política de inversión					Fondos por tipo de fondo		Pro memoria: Fondos del mercado monetario	
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable		Fondos de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2013 Ago	6.893,7	2.405,2	1.820,5	1.720,1	332,5	154,2	461,3	6.805,9	87,8	869,6
Sep	7.041,7	2.423,2	1.908,6	1.747,8	334,3	157,3	470,6	6.951,3	90,4	846,2
Oct	7.194,4	2.443,6	1.978,4	1.795,6	335,6	159,9	481,3	7.103,8	90,6	835,9
Nov	7.239,9	2.448,5	2.006,3	1.804,4	336,6	158,6	485,6	7.147,5	92,4	836,7
Dic	7.259,2	2.468,8	2.043,2	1.805,8	342,2	155,2	444,0	7.163,9	95,3	819,3
2014 Ene	7.291,6	2.499,1	2.015,0	1.822,8	344,0	158,2	452,4	7.190,4	101,2	855,0
Feb	7.442,5	2.529,1	2.084,3	1.864,8	345,2	158,9	460,2	7.340,6	101,9	854,9
Mar <sup>(p)</sup>	7.524,5	2.558,9	2.092,6	1.891,5	349,0	162,3	470,2	7.418,1	106,4	835,2
Operaciones										
2013 Sep	41,8	-2,1	21,3	13,8	1,0	3,8	4,0	39,8	2,0	-22,9
Oct	51,0	8,7	21,6	14,8	0,8	2,2	2,9	51,2	-0,1	-5,7
Nov	22,1	12,1	7,7	2,2	1,8	-3,7	1,9	20,6	1,5	-2,8
Dic	38,2	-9,5	19,5	13,7	4,2	7,3	3,0	34,5	3,7	-14,7
2014 Ene	46,4	8,7	13,1	20,2	0,8	1,1	2,5	45,0	1,4	29,6
Feb	58,1	22,7	13,3	19,6	0,1	1,8	0,5	57,5	0,6	4,9
Mar <sup>(p)</sup>	65,6	28,5	9,9	20,6	2,7	1,8	2,1	65,9	-0,4	-19,6

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario (que figuran en la columna 10 del cuadro 3 de esta sección). Para más información, véanse las Notas Generales.

**2.9 Detalle de los valores mantenidos por los fondos de inversión<sup>1)</sup>, por emisor**

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

**1. Valores distintos de acciones**

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2013 II	3.043,8	1.649,4	404,3	770,9	247,9	8,4	218,0	1.394,3	324,9	551,1	15,2
III	3.095,2	1.686,8	394,4	798,5	257,4	9,0	227,4	1.408,4	343,5	548,7	14,9
IV	3.110,3	1.708,1	390,3	807,3	264,5	10,4	235,5	1.402,2	346,4	547,9	13,7
2014 I <sup>(p)</sup>	3.279,6	1.843,7	412,7	858,4	299,0	12,1	261,4	1.434,6	394,5	553,9	14,6
<b>Operaciones</b>											
2013 III	58,6	30,0	-11,6	24,1	8,5	0,5	8,5	28,7	20,4	2,7	-0,3
IV	6,3	9,3	-6,0	2,0	5,9	1,1	6,3	-3,0	6,1	-5,7	-0,6
2014 I <sup>(p)</sup>	104,7	63,7	9,5	27,1	12,4	0,8	13,8	40,5	12,9	19,1	0,4

**2. Acciones y otras participaciones (distintas de participaciones en fondos de inversión y en fondos del mercado monetario)**

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2013 II	2.095,3	738,7	58,9	-	52,5	28,1	599,1	1.356,6	181,7	482,2	109,5
III	2.228,8	817,6	72,6	-	56,5	30,4	658,1	1.411,3	197,8	502,6	112,8
IV	2.370,2	886,6	85,4	-	64,9	35,5	700,8	1.483,6	215,4	536,0	123,2
2014 I <sup>(p)</sup>	2.416,2	920,3	91,4	-	53,3	33,8	741,8	1.497,0	215,4	552,9	117,2
<b>Operaciones</b>											
2013 III	28,4	13,0	1,3	-	0,4	0,6	10,7	15,4	3,3	12,2	0,9
IV	43,6	18,2	3,6	-	2,2	1,6	10,8	23,5	8,7	0,6	10,0
2014 I <sup>(p)</sup>	41,6	20,1	2,7	-	1,4	-0,5	16,6	21,5	4,8	21,9	0,3

**3. Participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario**

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM <sup>2)</sup>	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2013 II	1.018,4	880,2	86,8	-	793,4	-	-	138,3	31,4	46,0	0,6
III	1.064,0	923,8	86,2	-	837,5	-	-	140,3	33,8	47,6	0,5
IV	1.117,4	970,8	85,1	-	885,7	-	-	146,6	36,6	49,3	0,5
2014 I <sup>(p)</sup>	1.178,2	1.013,0	87,9	-	925,1	-	-	165,2	40,6	61,9	0,4
<b>Operaciones</b>											
2013 III	28,7	27,0	-1,3	-	28,3	-	-	1,7	1,5	1,3	0,0
IV	51,5	43,5	-0,3	-	43,8	-	-	8,0	3,9	2,0	0,0
2014 I <sup>(p)</sup>	19,9	18,0	1,4	-	16,6	-	-	1,9	0,5	1,5	0,0

Fuente: BCE.

- Distintos de los fondos del mercado monetario. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Las participaciones en fondos de inversión (distintas de las participaciones en fondos del mercado monetario) son emitidas por otros intermediarios financieros. Las participaciones en fondos del mercado monetario son emitidas por IFM.

## 2.10 Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Préstamos titulizados							Valores distintos de acciones	Otros activos titulizados	Acciones y otras participaciones	Otros activos
			Total	Originados en la zona del euro				Originados fuera de la zona del euro					
				IFM	Otros intermediarios financieros, empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Administraciones Públicas						
									No dados de baja del balance de las IFM <sup>1)</sup>				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Saldos vivos</b>													
2013 I	2.031,7	287,2	1.366,4	1.049,8	462,7	163,6	25,8	4,0	123,1	192,3	86,4	37,8	61,9
II	1.998,9	271,7	1.349,0	1.041,5	456,5	162,1	24,3	3,6	117,5	193,2	88,5	35,9	60,7
III	1.960,0	264,6	1.326,7	1.031,8	449,9	156,2	19,9	3,5	115,2	180,8	87,6	36,2	64,3
IV	1.914,8	252,7	1.291,2	1.009,3	442,9	145,4	19,5	3,1	114,0	179,2	90,2	37,8	64,2
2014 I	1.881,6	253,9	1.253,2	974,7	430,4	150,4	14,1	3,1	110,9	164,0	103,5	44,2	63,4
<b>Operaciones</b>													
2013 I	-29,5	6,0	-30,6	-28,3	-	-0,7	-0,1	0,0	-1,5	-0,1	-1,5	0,1	-3,5
II	-32,5	-15,3	-16,5	-8,0	-	-1,5	-1,4	-0,4	-5,3	1,4	2,7	-1,7	-3,0
III	-40,2	-6,5	-22,1	-9,6	-	-5,8	-4,3	0,0	-2,3	-12,8	-0,7	0,5	1,3
IV	-47,2	-11,6	-35,5	-22,7	-	-10,7	-0,6	-0,4	-1,1	-0,8	2,5	1,1	-2,8
2014 I	-39,3	0,5	-30,3	-28,5	-	-0,5	0,0	0,0	-1,3	-3,2	-3,5	-1,1	-1,7

### 2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Valores distintos de acciones emitidos			Capital y reservas	Otros pasivos
			Total	Hasta 2 años	A más de 2 años		
1	2	3	4	5	6	7	
<b>Saldos vivos</b>							
2013 I	2.031,7	141,5	1.631,3	56,1	1.575,2	31,2	227,8
II	1.998,9	129,1	1.615,5	56,2	1.559,3	29,4	225,0
III	1.960,0	123,9	1.580,9	56,1	1.524,8	28,8	226,3
IV	1.914,8	117,2	1.540,3	59,8	1.480,6	29,0	228,4
2014 I	1.881,6	134,1	1.480,6	85,0	1.395,6	28,5	238,5
<b>Operaciones</b>							
2013 I	-29,5	1,9	-34,6	2,3	-36,9	-0,3	3,5
II	-32,5	-12,2	-15,0	0,0	-15,1	-1,6	-3,7
III	-40,2	-4,2	-35,5	-0,1	-35,4	-0,7	0,2
IV	-47,2	-6,1	-40,9	3,5	-44,4	0,6	-0,8
2014 I	-39,3	-0,7	-43,1	-3,7	-39,4	0,0	4,4

### 3. Tenencias de préstamos titulizados originados en IFM de la zona del euro y de valores distintos de acciones

	Préstamos titulizados originados en IFM de la zona del euro						Valores distintos de acciones						
	Total	Sector prestatario de la zona del euro <sup>2)</sup>					Sector prestatario fuera de la zona del euro	Total	Residentes en la zona del euro				No residentes en la zona del euro
		Hogares	Sociedades no financieras	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas			Total	IFM	No IFM		
											Sociedades instrumentales		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Saldos vivos</b>													
2013 I	1.049,8	751,7	231,7	20,9	0,2	5,7	29,5	192,3	111,8	32,8	79,0	31,5	80,5
II	1.041,5	759,7	226,0	20,9	0,2	5,5	29,3	193,2	114,7	33,3	81,4	31,6	78,5
III	1.031,8	757,9	216,2	21,5	0,2	5,5	30,5	180,8	110,1	29,5	80,6	30,1	70,7
IV	1.009,3	740,9	204,9	25,6	0,2	5,4	32,3	179,2	108,0	29,2	78,8	32,8	71,2
2014 I	974,7	725,4	192,4	23,7	0,2	5,2	27,7	164,0	99,9	26,9	73,0	33,4	64,1
<b>Operaciones</b>													
2013 I	-28,3	-20,6	-3,4	-2,4	0,0	0,0	-0,9	-0,1	-1,5	-1,3	-0,1	-0,4	1,4
II	-8,0	7,7	-5,6	0,2	0,0	-0,2	0,0	1,4	3,2	0,7	2,5	0,0	-1,8
III	-9,6	-2,1	-9,0	0,7	0,0	0,0	0,8	-12,8	-4,8	-4,0	-0,9	-1,5	-8,0
IV	-22,7	-17,2	-11,2	4,1	0,0	-0,1	1,8	-0,8	-1,9	-0,1	-1,8	1,9	1,1
2014 I	-28,5	-15,1	-8,9	-0,7	0,0	-0,1	-3,7	-3,2	-2,5	-0,6	-1,9	-1,3	-0,5

Fuente: BCE.

- 1) Préstamos (a instituciones distintas de IFM) titulizados por sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización que se mantienen en el balance de la IFM correspondiente, es decir, que no han sido dados de baja. Los préstamos se dan o no de baja del balance de las IFM dependiendo de las normas contables aplicadas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Excluye las titulaciones de préstamos entre IFM.

**2.11 Balance agregado de las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro**

(mm de euros; saldos vivos a fin de período)

**1. Activo**

	Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Reservas para primas y para siniestros	Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros	Activos no financieros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 I	7.142,0	772,4	456,3	2.735,4	846,7	1.621,3	76,5	261,8	221,2	150,5
II	7.154,9	775,6	463,7	2.745,1	843,2	1.625,1	79,7	254,2	219,4	148,9
III	7.155,8	792,4	462,4	2.769,2	788,2	1.585,1	87,4	255,6	267,1	148,4
IV	7.165,4	785,2	472,0	2.727,8	793,1	1.618,7	91,2	253,6	273,6	150,1
2012 I	7.451,6	797,5	470,8	2.870,9	806,0	1.715,6	103,2	258,2	280,9	148,4
II	7.475,1	786,3	470,0	2.884,1	801,3	1.719,6	107,0	261,4	296,3	149,2
III	7.689,5	785,8	479,0	2.999,0	819,1	1.798,7	109,1	263,0	286,4	149,4
IV	7.776,2	788,5	477,9	3.045,2	817,2	1.840,0	110,4	261,8	283,9	151,3
2013 I	7.913,5	797,5	477,1	3.077,0	833,9	1.912,9	115,0	266,7	281,4	152,0
II	7.855,5	776,9	476,2	3.067,5	831,4	1.907,0	99,6	265,7	277,2	153,9
III	7.952,2	769,5	479,9	3.085,9	852,6	1.979,2	95,0	265,3	269,2	155,5
IV <sup>(p)</sup>	8.022,6	756,1	481,1	3.144,2	867,3	2.013,6	85,7	263,4	255,0	156,2

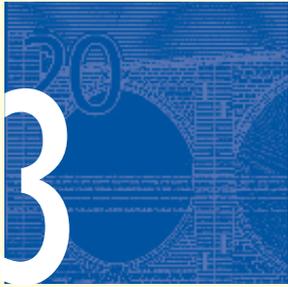
**2. Tenencias de valores distintos de acciones**

	Total	Emitidos por residentes en la zona del euro						Emitidos por no residentes en la zona del euro
		Total	IFM	Administraciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011 I	2.735,4	2.318,3	624,9	1.286,3	236,1	17,2	153,7	417,1
II	2.745,1	2.328,2	629,8	1.289,2	235,1	16,7	157,4	416,8
III	2.769,2	2.350,3	635,9	1.311,4	227,3	16,8	158,9	418,9
IV	2.727,8	2.304,7	634,3	1.266,3	223,6	16,4	164,2	423,1
2012 I	2.870,9	2.419,9	667,7	1.322,2	235,1	16,9	178,0	451,0
II	2.884,1	2.414,8	672,6	1.306,2	237,2	16,7	182,1	469,3
III	2.999,0	2.504,6	704,3	1.344,8	244,5	17,1	193,8	494,4
IV	3.045,2	2.538,2	689,4	1.383,1	249,7	17,8	198,3	507,0
2013 I	3.077,0	2.584,2	714,3	1.389,2	253,9	17,4	209,5	492,8
II	3.067,5	2.565,0	681,5	1.402,7	255,0	17,4	208,4	502,4
III	3.085,9	2.575,1	680,6	1.407,2	259,1	17,7	210,4	510,8
IV <sup>(p)</sup>	3.144,2	2.619,3	657,5	1.480,6	258,8	17,9	204,5	524,8

**3. Pasivo y patrimonio neto**

	Pasivo								Patrimonio neto	
	Total	Préstamos recibidos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Reservas técnicas de seguro					Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros
					Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida	Participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y para siniestros		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2011 I	6.921,6	263,4	39,9	465,9	5.976,8	3.288,1	1.863,5	825,2	175,6	220,4
II	6.943,4	263,0	42,4	454,6	6.006,9	3.309,9	1.874,7	822,3	176,4	211,5
III	7.052,5	270,7	41,6	409,9	6.139,5	3.292,3	2.026,4	820,8	190,7	103,3
IV	7.068,8	263,7	41,3	408,8	6.167,1	3.302,3	2.050,8	813,9	188,0	96,6
2012 I	7.227,3	271,3	43,4	440,1	6.282,0	3.336,7	2.111,6	833,7	190,5	224,3
II	7.292,2	280,8	42,2	421,5	6.349,1	3.334,0	2.178,2	836,8	198,6	182,9
III	7.365,7	292,0	44,1	452,6	6.388,4	3.379,5	2.173,6	835,4	188,7	323,8
IV	7.467,6	266,4	49,0	480,7	6.459,9	3.412,9	2.218,0	828,9	211,6	308,6
2013 I	7.568,8	281,3	48,4	497,8	6.526,7	3.456,2	2.219,4	851,1	214,7	344,7
II	7.617,9	280,6	45,4	506,7	6.561,7	3.470,4	2.243,2	848,1	223,4	237,7
III	7.642,4	279,1	45,9	522,7	6.579,3	3.509,5	2.223,3	846,5	215,4	309,7
IV <sup>(p)</sup>	7.722,1	268,9	46,4	550,3	6.645,0	3.555,3	2.247,1	842,7	211,5	300,5

Fuente: BCE.



## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2013 IV</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						654
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						-72
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.272	129	805	64	274	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	34	13	10	5	6	
Consumo de capital fijo	383	103	218	11	52	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	519	269	226	27	-3	
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta						8
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Rentas de la propiedad	608	31	236	268	72	108
Intereses	313	28	52	162	72	44
Otras rentas de la propiedad	294	3	185	106	0	63
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	2.112	1.728	96	42	247	
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	348	268	68	12	0	2
Cotizaciones sociales	490	490				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	504	1	18	36	448	1
Otras transferencias corrientes	210	75	28	51	56	12
Primas netas de seguros no vida	47	34	11	1	1	2
Indemnizaciones de seguros no vida	48			48		1
Otras	114	40	16	2	55	9
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	2.085	1.492	17	43	533	
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.962	1.399			564	
Gasto en consumo individual	1.743	1.399			345	
Gasto en consumo colectivo	219				219	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14	0	1	13	0	0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	123	108	16	30	-31	-80
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	426	137	221	11	57	
Formación bruta de capital fijo	452	137	247	11	57	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-26	0	-26	0	0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-1	3	0	-2	0
Transferencias de capital	48	11	2	1	34	11
Impuestos sobre el capital	9	8	1	0	0	0
Otras transferencias de capital	40	3	2	1	34	11
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	89	74	33	32	-51	-89
Discrepancia estadística	0	-13	13	0	0	0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más información sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2013 IV</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios						581
<i>Balanza comercial</i>						
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.209	514	1.259	108	329	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	251					
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.460					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta	519	269	226	27	-3	
Remuneración de los asalariados	1.276	1.276				4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	300				300	-14
Rentas de la propiedad	624	213	106	283	22	91
Intereses	307	49	33	216	9	51
Otras rentas de la propiedad	317	164	73	66	13	40
<i>Renta nacional neta</i>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta	2.112	1.728	96	42	247	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	349				349	1
Cotizaciones sociales	489	1	19	52	417	2
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	503	503				3
Otras transferencias corrientes	183	94	16	49	25	38
Primas netas de seguros no vida	48			48		1
Indemnizaciones de seguros no vida	46	36	9	1	0	2
Otras	89	58	6	0	24	35
<i>Renta disponible neta</i>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta	2.085	1.492	17	43	533	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14	14				0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	123	108	16	30	-31	-80
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	383	103	218	11	52	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	57	11	25	3	18	2
Impuestos sobre el capital	9				9	0
Otras transferencias de capital	49	11	25	3	9	2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Diferencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (es decir, impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2013 IV</b>								
<b>Balance al principio del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		20.210	18.054	32.535	18.078	7.647	4.509	18.688
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				391				
Efectivo y depósitos		7.143	2.077	9.850	2.206	792	786	3.039
Valores distintos de acciones a corto plazo		39	60	481	412	56	26	669
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.262	270	6.250	3.106	3.053	428	4.186
Préstamos		87	3.146	12.867	4.549	489	858	2.756
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		66	2.017	10.139	3.420	369	776	.
Acciones y otras participaciones		4.757	8.654	1.927	7.357	2.863	1.597	7.199
Acciones cotizadas		837	1.237	441	2.388	426	264	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.468	7.057	1.201	3.765	440	1.134	.
Participaciones en fondos de inversión		1.452	360	285	1.204	1.997	199	.
Reservas técnicas de seguro		6.416	179	3	0	244	8	265
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		506	3.667	765	448	150	806	574
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
Total de operaciones de activos financieros		87	139	-703	141	70	43	83
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos		82	89	-357	-103	-10	-81	-144
Valores distintos de acciones a corto plazo		-3	-4	-69	-23	0	8	-58
Valores distintos de acciones a largo plazo		-27	-10	-127	74	48	-7	102
Préstamos		-1	-3	-110	-10	4	67	-33
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	17	-44	6	5	48	.
Acciones y otras participaciones		-3	24	38	225	33	12	219
Acciones cotizadas		-5	-10	20	14	-2	-1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6	28	7	175	6	15	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones		-4	6	10	36	29	-2	.
Reservas técnicas de seguro		43	-2	0	0	-1	0	8
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-3	44	-77	-22	-3	44	-12
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
<b>Cuenta de otras variaciones de activos financieros</b>								
Total de otras variaciones de activos financieros		241	274	-37	30	28	11	-177
Oro monetario y DEG				-39				
Efectivo y depósitos		-2	2	-18	-21	0	1	-23
Valores distintos de acciones a corto plazo		0	-1	0	-5	0	0	-8
Valores distintos de acciones a largo plazo		-2	3	44	-21	5	1	-60
Préstamos		0	-10	-47	-9	0	11	-13
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	-12	-11	-3	0	14	.
Acciones y otras participaciones		196	286	21	88	24	3	14
Acciones cotizadas		74	105	1	103	15	15	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		89	179	18	-41	-2	-16	.
Participaciones en fondos de inversión		33	1	3	26	11	4	.
Reservas técnicas de seguro		42	0	0	0	0	0	1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		7	-5	2	-3	0	-6	-88
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		20.538	18.468	31.795	18.249	7.745	4.563	18.595
Oro monetario y DEG				352				
Efectivo y depósitos		7.224	2.168	9.476	2.082	781	706	2.873
Valores distintos de acciones a corto plazo		36	55	412	383	56	34	604
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.232	264	6.166	3.159	3.105	422	4.228
Préstamos		86	3.134	12.710	4.530	493	936	2.710
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		66	2.023	10.085	3.423	374	837	.
Acciones y otras participaciones		4.950	8.964	1.985	7.670	2.920	1.612	7.433
Acciones cotizadas		906	1.332	462	2.505	439	278	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.563	7.264	1.225	3.899	443	1.133	.
Participaciones en fondos de inversión		1.481	367	298	1.266	2.038	200	.
Reservas técnicas de seguro		6.500	178	3	0	243	8	274
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		510	3.707	689	423	147	844	474
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis-traciones Públicas	Resto del mundo
<b>Balance al principio del período, pasivos</b>								
Pasivos totales		6.878	27.829	31.652	17.573	7.683	10.841	16.876
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			33	23.023	35	0	284	2.519
Valores distintos de acciones a corto plazo			91	583	111	2	680	276
Valores distintos de acciones a largo plazo			992	4.300	3.151	50	6.913	3.148
Préstamos		6.165	8.480		4.144	295	2.291	3.378
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.821	6.246		2.428	109	2.032	.
Acciones y otras participaciones		8	14.449	2.612	9.889	516	4	6.875
Acciones cotizadas			4.202	493	284	148	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		8	10.247	1.274	2.710	367	4	.
Participaciones en fondos de inversión				846	6.896			.
Reservas técnicas de seguro		37	351	70	1	6.656	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		668	3.433	1.063	241	165	667	679
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.422	13.332	-9.775	883	505	-36	-6.332	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
Total de operaciones de pasivos		26	93	-689	121	44	94	172
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	-503	0	0	-4	-16
Valores distintos de acciones a corto plazo			-13	-76	-14	0	-52	8
Valores distintos de acciones a largo plazo			29	-36	-14	2	64	7
Préstamos		-4	-14		-96	-12	81	-40
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-2	8		-37	1	65	.
Acciones y otras participaciones		0	68	-7	260	3	0	221
Acciones cotizadas			22	3	2	1	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	47	13	141	2	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-23	117			.
Reservas técnicas de seguro		0	1	0	0	48	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		30	22	-67	-15	4	5	-9
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	89	61	47	-14	20	26	-51	-89
<b>Cuenta de otras variaciones de pasivos</b>								
Total de otras variaciones de pasivos		-9	502	1	-60	68	31	-125
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	-43	0	0	0	-19
Valores distintos de acciones a corto plazo			0	-3	-2	0	0	-8
Valores distintos de acciones a largo plazo			-13	-10	-17	0	47	-37
Préstamos		-9	-4		-68	2	4	8
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-6	-6		-27	1	-1	.
Acciones y otras participaciones		0	501	72	52	21	0	-14
Acciones cotizadas			292	75	24	12	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	209	1	-66	9	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-4	94			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	42	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		0	18	-16	-24	3	-19	-55
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	12	249	-227	-38	89	-40	-20	-52
<b>Balance al final del período, pasivos</b>								
Total activos financieros		6.895	28.423	30.964	17.634	7.796	10.966	16.923
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			33	22.477	35	0	280	2.484
Valores distintos de acciones a corto plazo			77	503	95	2	627	277
Valores distintos de acciones a largo plazo			1.008	4.255	3.121	51	7.024	3.118
Préstamos		6.152	8.462		3.980	285	2.375	3.346
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.813	6.248		2.364	110	2.096	.
Acciones y otras participaciones		8	15.018	2.678	10.201	540	5	7.083
Acciones cotizadas			4.515	570	310	161	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		8	10.503	1.288	2.785	378	4	.
Participaciones en fondos de inversión				819	7.107			.
Reservas técnicas de seguro		37	353	70	1	6.746	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		699	3.473	981	202	171	654	615
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.320	13.643	-9.955	831	614	-51	-6.402	

Fuente: BCE.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2009	2010	2011	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III	2013 I- 2013 IV
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.449	4.510	4.622	4.673	4.678	4.683	4.693	4.709
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	88	85	99	128	126	128	126	129
Consumo de capital fijo	1.388	1.419	1.462	1.496	1.503	1.509	1.516	1.523
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	2.089	2.187	2.245	2.175	2.167	2.173	2.191	2.203
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Rentas de la propiedad	2.969	2.804	3.017	2.878	2.819	2.767	2.731	2.702
Intereses	1.593	1.381	1.546	1.463	1.407	1.359	1.317	1.282
Otras rentas de la propiedad	1.376	1.423	1.472	1.415	1.412	1.407	1.413	1.420
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	7.534	7.754	7.977	8.008	8.014	8.031	8.062	8.096
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.027	1.056	1.114	1.171	1.178	1.195	1.203	1.211
Cotizaciones sociales	1.678	1.704	1.752	1.786	1.793	1.799	1.808	1.815
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.771	1.815	1.843	1.885	1.897	1.908	1.920	1.930
Otras transferencias corrientes	773	776	781	790	794	801	810	816
Primas netas de seguros no vida	181	181	182	184	184	185	186	186
Derechos de seguros no vida	182	182	183	186	186	187	188	188
Otras	410	413	415	419	423	430	437	442
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	7.427	7.644	7.869	7.899	7.902	7.913	7.940	7.972
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	7.147	7.306	7.471	7.512	7.515	7.528	7.551	7.576
Gasto en consumo individual	6.380	6.537	6.699	6.741	6.742	6.754	6.774	6.796
Gasto en consumo colectivo	767	769	772	770	773	775	777	780
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61	56	58	58	57	56	57	57
<i>Ahorro neto</i> <sup>1)</sup>	280	338	398	387	387	385	390	396
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.703	1.780	1.873	1.777	1.747	1.731	1.730	1.722
Formación bruta de capital fijo	1.752	1.761	1.817	1.767	1.739	1.726	1.719	1.719
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-50	19	56	10	8	5	12	3
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	1	1	1	9	2	0	0	2
Transferencias de capital	183	221	173	193	199	206	201	166
Impuestos sobre el capital	34	25	31	26	27	30	31	33
Otras transferencias de capital	149	196	142	167	172	176	170	133
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	-27	-15	-8	109	153	176	189	213

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más información sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

**3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)**

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2009	2010	2011	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III	2013 I- 2013 IV
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)	8.014	8.201	8.428	8.472	8.474	8.493	8.525	8.563
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	894	942	974	978	977	982	988	990
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	8.908	9.143	9.402	9.450	9.451	9.476	9.514	9.553
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta	2.089	2.187	2.245	2.175	2.167	2.173	2.191	2.203
Remuneración de los asalariados	4.459	4.521	4.634	4.686	4.692	4.698	4.708	4.724
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.000	1.040	1.084	1.117	1.115	1.121	1.125	1.130
Rentas de la propiedad	2.956	2.809	3.031	2.908	2.860	2.805	2.769	2.741
Intereses	1.556	1.334	1.492	1.426	1.374	1.327	1.285	1.251
Otras rentas de la propiedad	1.400	1.475	1.539	1.482	1.487	1.479	1.485	1.490
<i>Renta nacional neta</i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta	7.534	7.754	7.977	8.008	8.014	8.031	8.062	8.096
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.032	1.059	1.119	1.176	1.183	1.199	1.208	1.216
Cotizaciones sociales	1.676	1.705	1.753	1.783	1.790	1.796	1.805	1.812
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.764	1.809	1.837	1.879	1.890	1.902	1.914	1.924
Otras transferencias corrientes	668	669	673	683	685	688	693	696
Primas netas de seguros no vida	182	182	183	186	186	187	188	188
Derechos de seguros no vida	178	176	177	179	179	180	181	182
Otras	308	310	313	318	319	322	324	326
<i>Renta disponible neta</i>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta	7.427	7.644	7.869	7.899	7.902	7.913	7.940	7.972
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61	56	58	58	57	56	57	57
<i>Ahorro neto</i>								
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto	280	338	398	387	387	385	390	396
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.388	1.419	1.462	1.496	1.503	1.509	1.516	1.523
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	192	230	180	205	211	219	215	184
Impuestos sobre el capital	34	25	31	26	27	30	31	33
Otras transferencias de capital	158	205	148	179	184	190	184	151
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (es decir, impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

### 3.3 Hogares

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2009	2010	2011	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III	2013 I- 2013 IV
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	4.459	4.521	4.634	4.686	4.692	4.698	4.708	4.724
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.440	1.449	1.491	1.494	1.498	1.504	1.512	1.517
Intereses, recursos (+)	234	202	228	222	217	213	207	203
Intereses, empleos (-)	148	124	147	131	125	120	116	114
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	729	721	748	745	737	728	732	739
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	842	849	883	932	940	948	956	962
Cotizaciones sociales netas (-)	1.673	1.699	1.747	1.781	1.788	1.795	1.803	1.810
Prestaciones sociales netas (+)	1.759	1.804	1.832	1.874	1.885	1.897	1.908	1.918
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	70	70	68	71	74	74	73	74
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>6.019</b>	<b>6.083</b>	<b>6.214</b>	<b>6.238</b>	<b>6.240</b>	<b>6.240</b>	<b>6.255</b>	<b>6.280</b>
Gasto en consumo final (-)	5.157	5.290	5.441	5.474	5.471	5.478	5.491	5.507
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	61	55	58	57	56	56	57	57
<b>= Ahorro bruto</b>	<b>923</b>	<b>849</b>	<b>831</b>	<b>820</b>	<b>826</b>	<b>818</b>	<b>821</b>	<b>829</b>
Consumo de capital fijo (-)	379	386	395	402	403	404	405	407
Transferencias netas de capital, recursos (+)	9	13	2	1	0	-1	-3	-4
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	-381	625	-295	-187	-593	-444	-216	-189
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>171</b>	<b>1.101</b>	<b>143</b>	<b>233</b>	<b>-170</b>	<b>-30</b>	<b>198</b>	<b>229</b>
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	555	558	573	554	549	543	542	540
Consumo de capital fijo (-)	379	386	395	402	403	404	405	407
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	1	43	124	192	173	167	135	97
Efectivo y depósitos	121	118	118	224	228	218	189	130
Participaciones en fondos del mercado monetario	-46	-59	-23	-31	-39	-30	-27	-15
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	-74	-16	29	-2	-16	-21	-28	-18
Activos a largo plazo	492	430	224	151	198	187	213	228
Depósitos	82	58	54	12	7	8	24	53
Valores distintos de acciones	0	24	57	-94	-109	-106	-112	-89
Acciones y otras participaciones	178	99	-3	101	151	130	135	89
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	126	93	44	63	70	42	46	27
Participaciones en fondos de inversión	52	7	-47	38	81	88	89	62
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	232	249	116	132	149	156	166	175
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	107	114	88	14	-1	-12	-3	-20
de los cuales: de IFM de la zona del euro	65	147	81	25	21	1	7	-4
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	-643	480	194	-773	-1.009	-953	-668	-717
Activos financieros	291	188	-405	525	337	434	389	473
Acciones y otras participaciones	87	54	-347	288	233	284	323	444
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	191	120	15	182	164	130	83	70
Otros flujos netos (+)	-39	-98	-84	-1	-15	-17	-11	-5
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>171</b>	<b>1.101</b>	<b>143</b>	<b>233</b>	<b>-170</b>	<b>-30</b>	<b>198</b>	<b>229</b>
<b>Balance</b>								
Activos no financieros (+)	29.221	29.873	30.244	29.625	29.183	29.197	29.312	29.041
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	5.768	5.820	5.957	6.128	6.141	6.182	6.159	6.209
Efectivo y depósitos	5.474	5.597	5.728	5.950	5.980	6.032	6.019	6.076
Participaciones en fondos del mercado monetario	242	184	166	121	112	109	101	97
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	51	39	63	58	48	42	39	36
Activos a largo plazo	11.647	12.230	12.007	12.703	12.897	12.908	13.140	13.417
Depósitos	970	1.027	1.082	1.096	1.103	1.113	1.125	1.148
Valores distintos de acciones	1.443	1.447	1.394	1.358	1.276	1.311	1.262	1.232
Acciones y otras participaciones	4.109	4.261	3.907	4.310	4.485	4.444	4.656	4.853
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	2.982	3.060	2.823	3.068	3.176	3.134	3.305	3.469
Participaciones en fondos de inversión	1.127	1.201	1.083	1.242	1.309	1.310	1.351	1.384
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	5.125	5.494	5.625	5.939	6.034	6.039	6.098	6.184
Otros activos netos (+)	279	266	218	195	158	187	198	169
Pasivos (-)								
Préstamos	5.936	6.110	6.205	6.196	6.169	6.168	6.165	6.152
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.968	5.213	5.281	5.290	5.279	5.282	5.276	5.268
<b>= Patrimonio neto</b>	<b>40.978</b>	<b>42.079</b>	<b>42.222</b>	<b>42.455</b>	<b>42.210</b>	<b>42.305</b>	<b>42.644</b>	<b>42.684</b>

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

### 3.4 Sociedades no financieras

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2009	2010	2011	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III	2013 I- 2013 IV
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.520	4.663	4.823	4.846	4.842	4.852	4.870	4.893
Remuneración de los asalariados (-)	2.790	2.834	2.932	2.977	2.979	2.984	2.990	2.999
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	44	36	45	53	53	54	54	56
= <b>Excedente bruto de explotación (+)</b>	1.686	1.793	1.846	1.815	1.810	1.814	1.826	1.838
Consumo de capital fijo (-)	782	800	827	849	853	857	861	865
= <b>Excedente neto de explotación (+)</b>	904	993	1.019	966	957	957	965	972
Rentas de la propiedad, recursos (+)	533	550	565	545	544	533	529	523
Intereses, recursos	172	158	164	150	143	137	133	131
Otras rentas de la propiedad, recursos	361	392	401	396	402	396	396	392
Intereses y otras rentas, empleos (-)	296	257	286	270	259	249	240	234
= <b>Renta empresarial neta (+)</b>	1.140	1.286	1.298	1.242	1.243	1.241	1.254	1.261
Renta distribuida (-)	932	923	977	954	946	938	944	944
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	151	169	192	201	200	205	204	206
Cotizaciones sociales, recursos (+)	71	69	74	74	74	73	73	74
Prestaciones sociales, empleos (-)	68	69	70	70	70	70	70	70
Otras transferencias netas (-)	47	45	48	49	49	51	52	51
= <b>Ahorro neto</b>	13	150	85	42	52	50	57	63
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	65	145	211	133	102	90	88	83
Formación bruta de capital fijo (+)	899	927	982	964	945	939	936	939
Consumo de capital fijo (-)	782	800	827	849	853	857	861	865
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	-52	19	55	18	11	8	13	10
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	95	34	-28	63	47	39	53	73
Efectivo y depósitos	88	67	6	75	80	81	91	110
Participaciones en fondos del mercado monetario	39	-32	-46	-7	-5	-15	-13	-10
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	-31	-1	12	-5	-27	-27	-25	-27
Activos a largo plazo	149	433	489	241	209	82	91	105
Depósitos	-1	22	72	-4	-35	-32	-1	2
Valores distintos de acciones	22	24	-28	7	6	-2	-5	-14
Acciones y otras participaciones	104	249	298	132	172	105	117	125
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	24	138	147	106	67	11	-19	-8
Otros activos netos (+)	82	5	-64	25	59	101	52	55
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	31	164	238	160	123	35	-22	-6
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	-105	1	137	-136	-127	-158	-145	-126
de la cual: valores distintos de acciones	90	66	48	119	105	90	87	83
Acciones y otras participaciones	262	237	218	191	170	154	182	190
Acciones cotizadas	64	31	27	27	11	21	23	30
Acciones no cotizadas y otras participaciones	198	206	191	164	159	134	159	159
Transferencias netas de capital, recursos (-)	82	65	67	64	67	66	63	66
= <b>Ahorro neto</b>	13	150	85	42	52	50	57	63
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.933	1.958	1.931	1.990	1.953	1.940	1.969	2.052
Efectivo y depósitos	1.632	1.695	1.705	1.777	1.757	1.765	1.798	1.880
Participaciones en fondos del mercado monetario	213	182	134	130	127	113	111	117
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	87	81	92	83	69	62	60	55
Activos a largo plazo	10.376	10.852	10.886	11.640	11.947	11.768	12.239	12.531
Depósitos	161	174	236	283	269	263	280	287
Valores distintos de acciones	236	253	240	267	281	261	270	264
Acciones y otras participaciones	7.234	7.544	7.360	7.962	8.257	8.103	8.542	8.846
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.745	2.880	3.049	3.128	3.140	3.142	3.146	3.134
Otros activos netos (+)	465	382	465	392	444	455	447	444
Pasivos								
Deuda	9.460	9.709	9.864	9.991	9.979	9.936	9.914	9.899
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	4.684	4.659	4.698	4.474	4.446	4.403	4.360	4.289
de la cual: valores distintos de acciones	814	882	876	1.035	1.055	1.052	1.083	1.085
Acciones y otras participaciones	12.588	13.149	12.459	13.378	13.789	13.654	14.449	15.018
Acciones cotizadas	3.509	3.805	3.287	3.748	3.891	3.853	4.202	4.515
Acciones no cotizadas y otras participaciones	9.080	9.344	9.172	9.630	9.898	9.801	10.247	10.503

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

### 3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2009	2010	2011	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III	2013 I- 2013 IV
<b>Cuenta financiera, operaciones financieras</b>								
<b>Inversión financiera: principales partidas (+)</b>								
Activos a corto plazo	-41	-6	54	44	20	-18	-39	-66
Efectivo y depósitos	-33	-9	14	15	11	8	3	-14
Participaciones en fondos del mercado monetario	6	-8	16	32	10	-12	-19	-34
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	-14	11	24	-3	0	-13	-22	-18
Activos a largo plazo	293	294	131	187	176	210	244	301
Depósitos	15	-5	9	-17	-19	-15	-18	-9
Valores distintos de acciones	104	191	41	137	96	109	110	133
Préstamos	9	32	12	9	11	10	1	4
Acciones cotizadas	-49	-1	-11	-8	0	0	10	1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	-14	12	13	2	2	1	6	11
Participaciones en fondos de inversión	228	66	68	64	85	105	135	160
Otros activos netos (+)	17	7	-30	-43	-25	-28	-33	-2
<b>Financiación: principales partidas (-)</b>								
Valores distintos de acciones	5	1	3	7	5	3	3	0
Préstamos	-4	7	11	-15	0	-7	-23	-5
Acciones y otras participaciones	5	6	4	1	2	2	1	5
Reservas técnicas de seguro	247	281	115	155	170	175	183	197
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	241	262	111	139	155	164	170	181
Reservas para primas y para siniestros	6	19	4	16	15	12	13	16
<b>= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</b>	15	1	22	41	-6	-9	8	37
<b>Cuenta de otras variaciones</b>								
<b>Otras variaciones de activos financieros (+)</b>								
Acciones y otras participaciones	197	119	-105	197	148	132	97	98
Otros activos netos	34	-6	14	236	133	94	3	-64
<b>Otras variaciones de pasivos (-)</b>								
Acciones y otras participaciones	13	-1	-48	67	55	84	72	65
Reservas técnicas de seguro	169	136	16	190	168	130	82	69
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	197	125	19	188	165	129	81	68
Reservas para primas y para siniestros	-28	11	-3	2	2	1	1	1
<b>= Otras variaciones del patrimonio financiero neto</b>	49	-22	-59	176	59	12	-54	-100
<b>Balance financiero</b>								
<b>Activos financieros (+)</b>								
Activos a corto plazo	331	330	371	408	413	366	356	335
Efectivo y depósitos	195	190	193	209	218	201	201	193
Participaciones en fondos del mercado monetario	95	88	102	125	125	107	99	87
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	41	52	76	74	69	59	56	56
Activos a largo plazo	5.649	6.041	6.046	6.643	6.774	6.769	6.897	7.020
Depósitos	612	605	611	594	595	596	591	589
Valores distintos de acciones	2.467	2.638	2.660	3.000	3.030	3.031	3.053	3.105
Préstamos	436	469	481	491	490	487	489	493
Acciones cotizadas	397	422	377	404	413	410	426	439
Acciones no cotizadas y otras participaciones	412	417	421	433	435	435	440	443
Participaciones en fondos de inversión	1.325	1.489	1.496	1.722	1.812	1.810	1.898	1.951
Otros activos netos (+)	225	247	262	252	249	240	230	219
<b>Pasivos (-)</b>								
Valores distintos de acciones	42	43	46	55	55	52	52	53
Préstamos	281	292	301	284	302	300	295	285
Acciones y otras participaciones	441	447	403	471	491	499	516	540
Reservas técnicas de seguro	5.586	6.003	6.134	6.479	6.593	6.597	6.656	6.746
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.801	5.188	5.318	5.645	5.742	5.745	5.804	5.895
Reservas para primas y para siniestros	785	815	816	834	851	851	852	851
<b>= Riqueza financiera neta</b>	-146	-168	-204	13	-5	-73	-36	-51

Fuente: BCE.

1) Valores hasta dos años emitidos por IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.



## MERCADOS FINANCIEROS

### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanual	Desestacionalizadas <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
<b>Total</b>												
2013 Mar	16.895,9	686,2	-69,3	14.661,9	635,6	-24,5	16.645,9	767,4	-19,3	-0,2	-15,7	-1,1
Abr	16.887,9	757,6	-7,7	14.647,9	709,0	-13,6	16.622,5	847,1	-6,8	-0,3	-12,7	-1,4
May	16.955,2	710,0	68,5	14.720,7	664,0	74,0	16.710,9	803,1	92,6	0,0	13,3	-1,0
Jun	16.892,6	600,3	-62,2	14.669,1	557,6	-51,1	16.641,9	674,8	-62,3	-0,3	-23,7	-0,9
Jul	16.826,4	639,4	-66,0	14.596,3	590,7	-72,3	16.549,5	725,4	-79,9	-0,9	-57,2	-1,4
Ago	16.803,2	515,6	-23,4	14.571,5	482,0	-25,0	16.535,6	594,2	-17,1	-0,8	18,4	-0,9
Sep	16.813,2	606,3	10,4	14.564,5	555,6	-6,5	16.522,8	666,5	-4,9	-0,7	41,5	-0,2
Oct	16.816,9	642,1	4,8	14.555,8	571,9	-7,5	16.491,6	705,0	-20,0	-1,0	-35,8	-0,5
Nov	16.927,1	597,6	110,4	14.637,3	538,8	81,7	16.578,4	670,0	85,5	-0,7	19,1	-0,5
Dic	16.753,7	515,5	-183,2	14.466,4	477,3	-180,7	16.362,4	575,2	-217,0	-1,2	-115,8	-1,6
2014 Ene	16.776,2	793,1	21,4	14.496,4	735,1	28,9	16.469,0	886,1	87,8	-0,7	67,1	-0,1
Feb	16.848,9	629,9	68,5	14.556,4	577,0	55,9	16.527,7	697,6	67,6	-0,6	7,1	-0,2
Mar	16.829,6	647,3	-19,2	14.524,8	578,3	-31,5	16.479,2	675,7	-48,6	-0,7	-46,3	-1,3
<b>A largo plazo</b>												
2013 Mar	15.566,8	246,9	-57,6	13.415,4	216,5	-2,6	15.143,9	249,6	1,4	0,8	7,0	-0,2
Abr	15.562,0	247,7	-4,4	13.399,7	217,2	-15,4	15.125,9	248,9	-3,0	0,8	-9,9	-0,7
May	15.629,4	254,5	68,6	13.473,3	223,3	74,9	15.209,9	260,9	88,4	1,0	20,5	-0,4
Jun	15.609,0	208,2	-19,8	13.467,1	181,6	-5,6	15.186,7	201,4	-17,4	0,7	-10,1	-0,2
Jul	15.537,4	204,7	-71,6	13.381,8	173,1	-85,0	15.082,1	195,3	-94,3	0,1	-54,8	-1,1
Ago	15.531,9	117,2	-5,7	13.372,8	97,6	-9,2	15.080,6	112,9	-5,6	0,2	37,3	-0,1
Sep	15.548,5	223,7	17,0	13.378,5	190,6	6,1	15.086,9	216,7	15,7	0,2	56,5	0,5
Oct	15.577,6	249,1	29,3	13.389,2	199,0	10,8	15.082,9	228,2	5,1	0,0	-6,7	0,6
Nov	15.694,2	251,9	115,4	13.480,6	210,0	90,4	15.190,2	240,1	105,7	0,2	45,7	0,9
Dic	15.597,3	153,8	-97,5	13.392,0	132,9	-89,1	15.081,2	148,4	-100,4	0,1	-41,3	0,5
2014 Ene	15.562,4	275,2	-34,9	13.357,8	236,9	-34,2	15.089,7	289,9	-6,3	0,1	0,0	1,2
Feb	15.628,0	233,3	65,3	13.413,6	199,3	55,7	15.140,4	231,9	63,1	0,3	7,2	0,8
Mar	15.589,4	255,7	-38,4	13.370,8	207,9	-42,8	15.094,9	237,2	-45,6	0,0	-41,2	-0,5

### G15 Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)

- Emisión bruta total (escala derecha)
- ... Saldo vivo total (escala izquierda)
- - Saldo vivo en euros (escala izquierda)



Fuentes: BCE y BPI (en el caso de emisiones realizadas por no residentes en la zona del euro).

1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizada por residentes y no residentes en la zona del euro.

2) Para más información sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

## 4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

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

### 1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Total</b>											
2012	16.596	5.399	3.254	988	6.271	684	958	589	81	68	187	32
2013	16.362	4.887	3.189	1.060	6.554	674	728	385	64	64	187	29
2013 II	16.642	5.122	3.260	1.023	6.559	678	775	408	65	67	201	34
III	16.523	5.004	3.242	1.055	6.552	671	662	350	52	64	171	25
IV	16.362	4.887	3.189	1.060	6.554	674	650	341	57	65	162	25
2014 I	16.479	4.829	3.192	1.083	6.694	681	753	371	71	69	201	41
2013 Dic	16.362	4.887	3.189	1.060	6.554	674	575	356	48	52	100	19
2014 Ene	16.469	4.925	3.211	1.084	6.579	669	886	467	67	84	228	40
Feb	16.528	4.892	3.215	1.080	6.659	681	698	333	60	60	199	44
Mar	16.479	4.829	3.192	1.083	6.694	681	676	311	86	64	175	39
	<b>A corto plazo</b>											
2012	1.488	601	136	82	606	64	703	490	37	53	103	21
2013	1.281	474	110	75	570	52	511	315	26	48	102	21
2013 II	1.455	558	134	90	620	54	538	337	25	52	100	23
III	1.436	539	132	90	627	47	487	294	25	46	104	18
IV	1.281	474	110	75	570	52	445	269	22	45	90	18
2014 I	1.384	530	136	83	579	56	500	289	34	50	99	27
2013 Dic	1.281	474	110	75	570	52	427	285	20	41	66	15
2014 Ene	1.379	533	119	87	587	53	596	372	22	57	115	29
Feb	1.387	544	124	85	581	52	466	260	35	48	100	23
Mar	1.384	530	136	83	579	56	438	234	46	45	83	29
	<b>A largo plazo <sup>2)</sup></b>											
2012	15.108	4.798	3.119	906	5.665	621	255	99	45	16	83	12
2013	15.081	4.413	3.078	985	5.983	622	217	69	38	17	85	8
2013 II	15.187	4.564	3.126	934	5.939	624	237	71	40	16	101	10
III	15.087	4.465	3.110	964	5.925	623	175	56	26	18	67	8
IV	15.081	4.413	3.078	985	5.983	622	206	72	34	20	72	7
2014 I	15.095	4.299	3.056	1.000	6.115	624	253	82	37	19	102	14
2013 Dic	15.081	4.413	3.078	985	5.983	622	148	71	29	12	34	4
2014 Ene	15.090	4.392	3.093	997	5.992	616	290	95	45	26	113	11
Feb	15.140	4.348	3.091	995	6.078	629	232	74	25	12	100	21
Mar	15.095	4.299	3.056	1.000	6.115	624	237	77	40	19	92	9
	<i>del cual: a tipo fijo</i>											
2012	10.434	2.811	1.210	814	5.154	444	165	54	18	15	71	7
2013	10.681	2.648	1.316	883	5.382	452	144	36	18	14	69	6
2013 II	10.676	2.719	1.300	839	5.363	455	154	34	20	13	79	8
III	10.655	2.671	1.315	863	5.353	454	121	32	12	14	59	5
IV	10.681	2.648	1.316	883	5.382	452	137	37	18	18	59	5
2014 I	10.754	2.570	1.311	894	5.517	461	183	46	20	16	90	11
2013 Dic	10.681	2.648	1.316	883	5.382	452	89	27	15	11	34	2
2014 Ene	10.686	2.633	1.316	892	5.396	448	211	59	24	23	97	8
Feb	10.745	2.603	1.314	890	5.477	461	170	39	9	11	93	18
Mar	10.754	2.570	1.311	894	5.517	461	168	39	27	15	79	7
	<i>del cual: a tipo variable</i>											
2012	4.246	1.733	1.812	88	439	175	78	38	25	1	8	5
2013	3.987	1.562	1.658	98	501	169	61	28	17	2	11	2
2013 II	4.075	1.606	1.724	92	484	169	70	31	17	2	17	2
III	4.016	1.580	1.692	97	477	169	43	20	13	3	4	2
IV	3.987	1.562	1.658	98	501	169	61	31	16	2	10	2
2014 I	3.927	1.533	1.629	101	501	163	57	31	14	2	8	3
2013 Dic	3.987	1.562	1.658	98	501	169	56	40	13	1	0	1
2014 Ene	3.994	1.558	1.664	101	504	167	67	31	18	4	11	3
Feb	3.981	1.546	1.661	100	507	168	47	29	12	0	4	3
Mar	3.927	1.533	1.629	101	501	163	58	33	11	3	8	2

Fuente: BCE.

- 1) Los datos mensuales sobre emisiones brutas se refieren a las operaciones realizadas en el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.
- 2) La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.

#### 4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

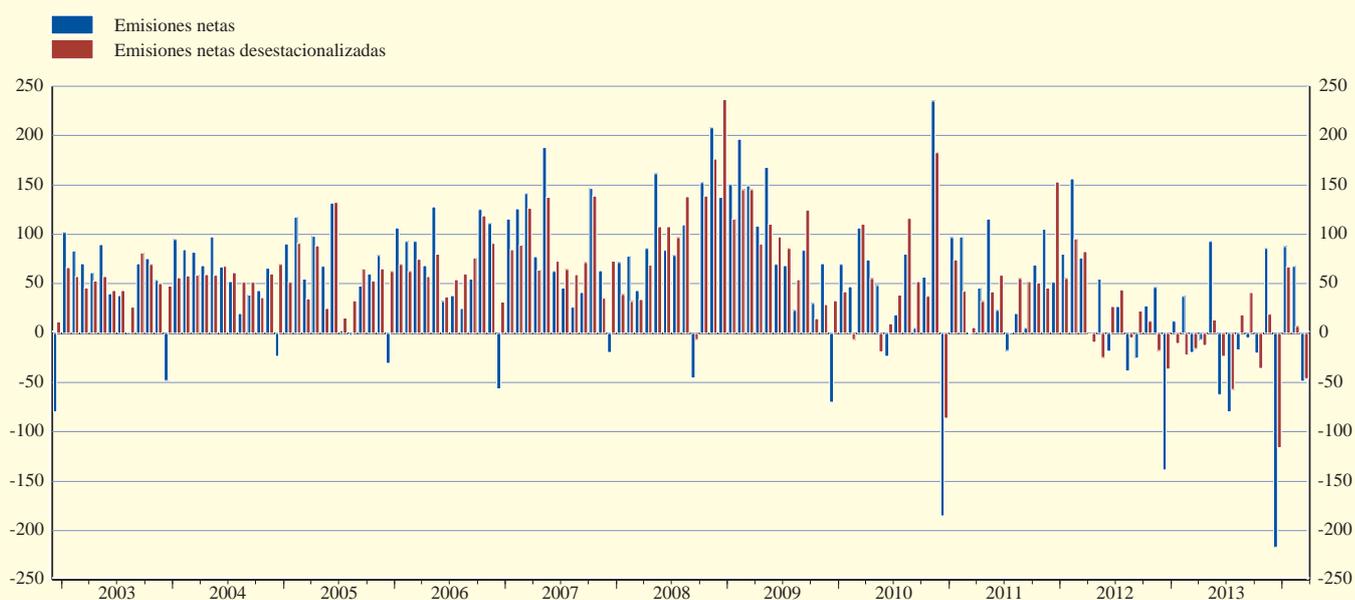
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

### 2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar <sup>1)</sup>						Desestacionalizadas <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2012	20,4	-8,1	1,9	10,5	13,0	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-16,7	-39,8	-6,9	6,7	24,0	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 II	7,8	-40,8	3,6	3,5	44,7	-3,3	-7,7	-39,7	2,9	2,4	29,7	-3,0
III	-34,0	-36,7	-4,8	11,2	-1,6	-2,1	0,9	-35,5	9,3	11,7	16,0	-0,6
IV	-50,5	-35,5	-20,6	3,2	0,9	1,4	-44,2	-24,4	-41,1	6,0	14,5	0,9
2014 I	35,6	-20,8	-0,5	7,8	46,9	2,2	9,3	-34,1	6,7	5,4	30,2	1,1
2013 Dic	-217,0	-79,6	-61,7	-12,1	-63,3	-0,4	-115,8	-52,3	-80,1	-3,0	18,3	1,2
2014 Ene	87,8	27,7	19,2	22,0	24,1	-5,3	67,1	9,7	32,3	20,5	5,7	-1,2
Feb	67,6	-27,4	2,5	-1,7	81,3	12,8	7,1	-56,9	10,0	-5,1	47,6	11,5
Mar	-48,6	-62,8	-23,2	3,1	35,2	-0,8	-46,3	-55,1	-22,3	1,0	37,2	-7,1
	A largo plazo											
2012	30,4	0,5	0,0	10,4	15,4	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	1,4	-29,4	-3,6	7,3	26,8	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 II	22,7	-33,1	5,3	4,0	45,1	1,3	0,2	-39,1	5,4	3,0	31,0	-0,2
III	-28,1	-30,8	-4,1	10,9	-4,2	0,1	13,0	-27,6	6,8	11,5	19,9	2,5
IV	3,5	-14,6	-9,8	8,3	19,8	-0,2	-0,8	-5,0	-27,6	9,0	22,2	0,6
2014 I	3,7	-38,5	-7,6	5,0	44,0	0,7	-11,4	-45,4	-0,9	4,7	31,2	-0,9
2013 Dic	-100,4	-40,6	-37,4	0,3	-21,4	-1,3	-41,3	-22,2	-49,5	3,9	25,2	1,2
2014 Ene	-6,3	-28,1	10,8	9,5	7,9	-6,4	0,0	-32,1	23,0	11,8	3,2	-5,9
Feb	63,1	-38,7	1,5	0,3	86,5	13,4	7,2	-62,6	6,6	-0,9	52,1	11,9
Mar	-45,6	-48,7	-35,2	5,3	37,8	-4,8	-41,2	-41,7	-32,2	3,1	38,4	-8,9

#### G16 Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes, valores nominales)



Fuente: BCE.

1) Los datos mensuales sobre emisiones netas se refieren a las operaciones realizadas en el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.

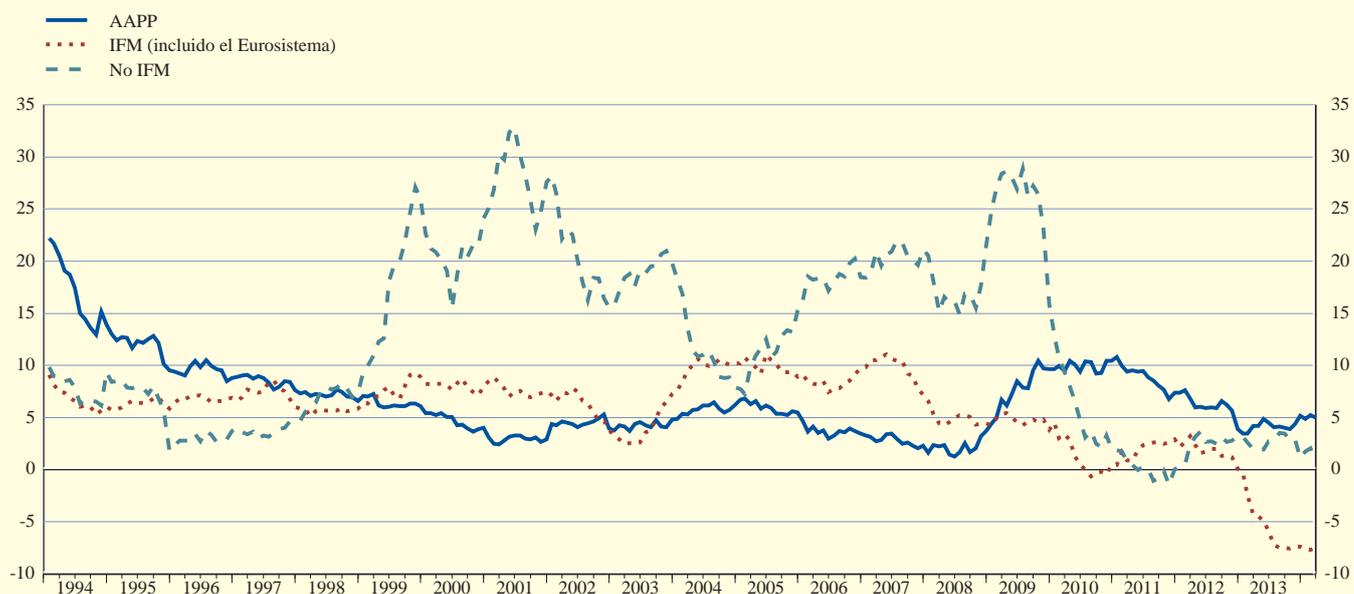
#### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Total</b>												
2013 Mar	-0,2	-6,1	-0,8	13,1	3,6	-0,8	-1,1	-9,5	1,1	11,9	3,9	-4,7
Abr	-0,3	-6,2	-1,0	12,8	3,5	0,4	-1,4	-10,6	1,9	11,6	3,5	-2,7
May	0,0	-6,5	-0,8	11,2	4,4	-0,4	-1,0	-11,5	2,9	8,4	5,2	-2,9
Jun	-0,3	-7,3	0,2	10,3	4,3	-2,6	-0,9	-10,8	0,8	5,5	6,3	-2,1
Jul	-0,9	-8,7	0,5	10,1	4,1	-4,7	-1,4	-11,6	0,7	5,7	5,9	-5,6
Ago	-0,8	-9,2	1,3	10,7	4,1	-3,6	-0,9	-9,9	0,2	7,3	5,1	-1,4
Sep	-0,7	-8,9	1,7	10,2	4,1	-3,8	-0,2	-8,4	2,3	8,5	4,3	-3,2
Oct	-1,0	-9,0	0,7	10,1	3,8	-4,1	-0,5	-7,4	-0,3	8,6	4,2	-5,0
Nov	-0,7	-8,8	0,7	10,2	4,0	-2,6	-0,5	-5,9	-1,4	12,0	2,8	-2,2
Dic	-1,2	-8,9	-2,6	8,2	4,6	-1,1	-1,6	-6,9	-5,8	10,7	2,8	0,2
2014 Ene	-0,7	-8,1	-1,6	9,6	4,4	-2,0	-0,1	-4,5	-3,9	13,7	3,0	2,0
Feb	-0,6	-7,8	-1,7	8,4	4,5	0,7	-0,2	-5,5	-3,6	9,5	3,9	2,9
Mar	-0,7	-7,7	-2,0	7,6	4,2	-0,8	-1,3	-6,9	-6,2	6,6	4,1	1,8
<b>A largo plazo</b>												
2013 Mar	0,8	-4,3	-1,1	13,7	4,3	2,9	-0,2	-6,7	0,1	12,8	3,6	-1,6
Abr	0,8	-4,5	-1,3	14,6	4,3	3,2	-0,7	-8,3	0,7	11,8	3,3	-0,1
May	1,0	-4,9	-1,0	13,3	5,1	2,9	-0,4	-10,0	2,0	7,7	5,5	-1,0
Jun	0,7	-5,9	0,1	12,6	4,8	1,6	-0,2	-10,4	1,3	5,9	7,1	-1,7
Jul	0,1	-7,2	0,2	12,1	4,5	0,3	-1,1	-11,9	0,9	5,7	6,5	-3,1
Ago	0,2	-7,5	1,1	12,4	4,5	0,7	-0,1	-10,0	1,9	8,4	5,8	0,3
Sep	0,2	-7,5	1,2	11,2	4,4	0,3	0,5	-8,4	2,4	9,6	5,3	2,2
Oct	0,0	-7,5	0,6	10,9	4,2	0,8	0,6	-6,8	0,4	10,0	5,1	1,7
Nov	0,2	-7,4	0,6	10,9	4,8	0,4	0,9	-4,7	-0,8	14,2	4,2	1,7
Dic	0,1	-7,4	-1,4	9,7	5,7	0,6	0,5	-4,3	-4,0	13,6	4,3	3,0
2014 Ene	0,1	-7,6	-0,7	10,2	5,5	-1,1	1,2	-3,2	-2,3	14,9	4,4	1,2
Feb	0,3	-7,7	-0,2	9,7	5,6	1,8	0,8	-5,4	-2,3	11,2	5,4	3,3
Mar	0,0	-7,5	-1,6	9,2	5,4	0,9	-0,5	-6,7	-5,4	8,7	5,5	-0,3

#### G17 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más información sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

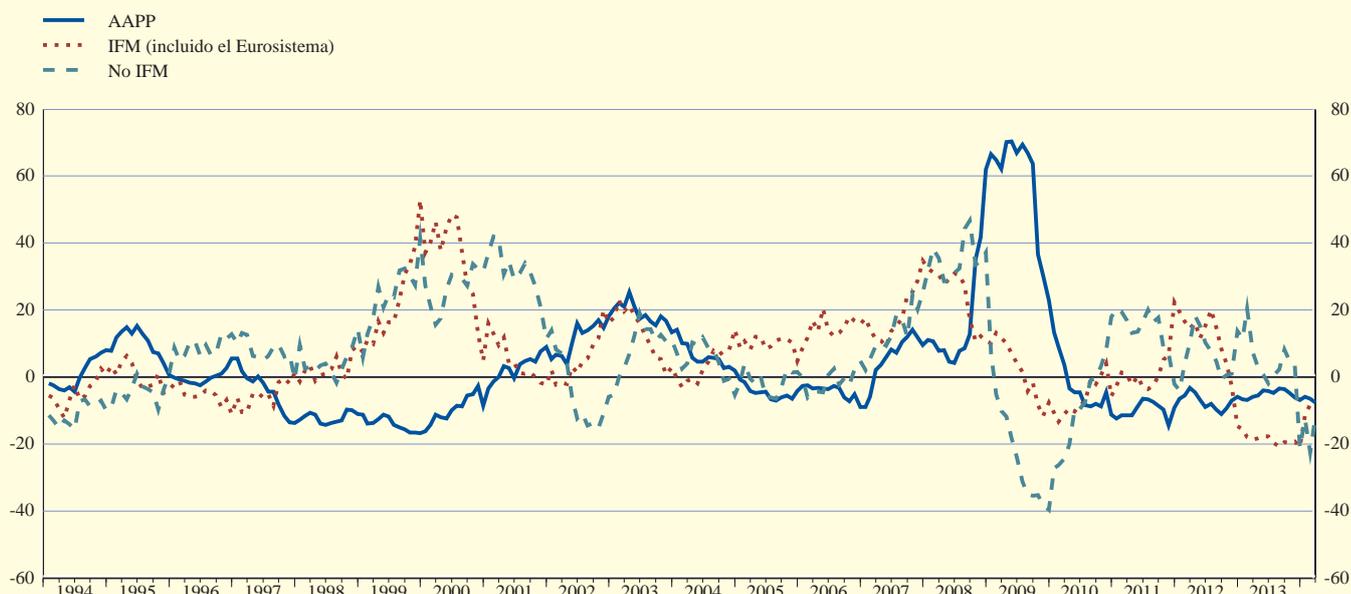
### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2012	5,3	4,1	1,9	10,6	5,9	7,3	-0,9	-0,3	-4,9	-0,4	6,6	23,3
2013	3,3	-3,2	6,7	13,6	4,6	4,1	-7,2	-7,5	-9,4	5,0	-1,3	-0,8
2013 II	3,7	-3,3	7,5	15,0	5,1	4,5	-7,5	-6,7	-10,7	2,0	-1,8	-0,8
2013 III	3,0	-4,8	7,8	12,9	4,8	3,4	-8,0	-9,6	-8,9	6,9	-1,9	-5,4
2013 IV	2,3	-5,0	5,2	10,7	4,2	2,6	-6,5	-9,8	-7,8	11,7	6,5	-4,1
2014 I	1,8	-5,9	1,4	9,7	4,8	1,8	-4,9	-8,5	-6,9	12,6	12,8	-2,5
2013 Oct	2,4	-5,1	5,4	10,9	4,4	3,3	-7,4	-9,9	-7,7	11,2	-0,9	-4,9
2013 Nov	2,1	-4,8	4,9	10,7	3,9	2,0	-5,6	-9,8	-7,3	12,8	13,2	-3,2
2013 Dic	2,1	-5,1	3,7	9,5	4,5	2,2	-6,2	-9,3	-9,2	11,1	14,2	-2,9
2014 Ene	1,7	-5,8	2,0	10,0	4,6	0,0	-5,0	-8,8	-7,5	13,4	15,8	-3,0
2014 Feb	1,8	-6,2	0,0	9,9	5,2	2,9	-4,1	-8,4	-5,0	12,5	10,5	-0,9
2014 Mar	1,7	-6,4	0,6	8,8	5,0	3,0	-4,8	-7,2	-7,3	12,9	10,2	-4,3
En euros												
2012	5,5	4,6	0,6	10,9	6,0	7,2	-0,6	2,0	-6,5	-1,4	6,3	22,9
2013	3,1	-4,0	4,1	14,7	4,6	4,1	-7,5	-7,2	-10,7	6,2	-1,8	-1,2
2013 II	3,4	-4,0	4,6	16,4	5,0	4,4	-7,7	-5,9	-12,0	4,0	-2,4	-1,4
2013 III	2,7	-5,9	5,0	14,0	4,8	3,8	-8,4	-9,7	-9,9	8,4	-2,3	-5,8
2013 IV	2,0	-6,0	2,8	11,4	4,3	2,8	-7,0	-10,3	-8,7	12,8	6,4	-4,5
2014 I	1,6	-7,1	-1,2	9,6	4,9	1,7	-5,6	-9,3	-8,1	11,7	12,9	-2,8
2013 Oct	2,2	-6,0	2,7	11,5	4,5	3,6	-7,9	-10,4	-8,4	13,8	-1,4	-5,4
2013 Nov	1,9	-5,8	2,7	11,7	3,9	2,2	-6,0	-10,3	-8,0	13,2	13,4	-3,5
2013 Dic	2,0	-6,2	2,4	10,3	4,6	2,4	-6,8	-10,2	-10,4	11,2	14,1	-3,4
2014 Ene	1,4	-6,9	-1,4	9,7	4,6	0,0	-5,8	-9,6	-9,1	12,1	16,0	-3,1
2014 Feb	1,6	-7,4	-2,7	9,7	5,2	2,7	-4,8	-9,2	-5,9	11,4	10,7	-1,5
2014 Mar	1,5	-7,8	-1,4	8,4	5,0	2,6	-5,4	-8,1	-8,2	12,2	10,3	-4,1

### G18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a la variación interanual de la media del período. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

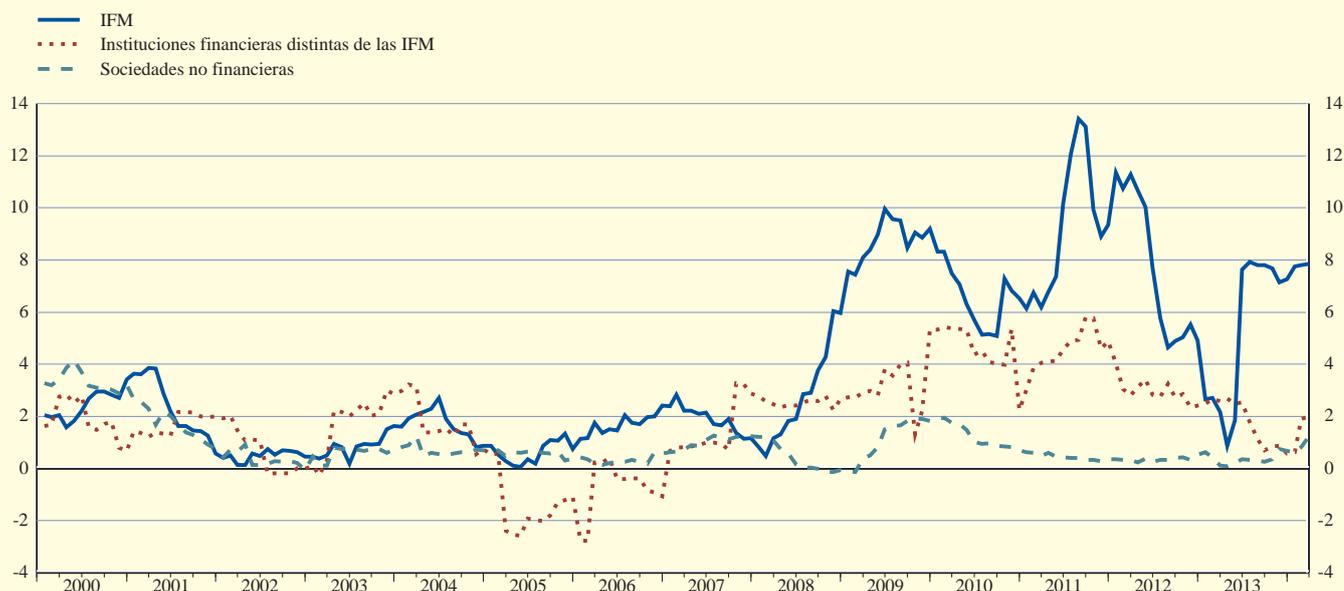
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2008 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2012 Mar	4.245,4	106,4	1,5	373,0	11,3	311,4	2,8	3.561,0	0,3
Abr	4.071,1	106,5	1,4	327,2	10,7	292,3	3,1	3.451,6	0,2
May	3.765,4	106,6	1,5	280,8	10,0	265,5	3,4	3.219,1	0,4
Jun	3.928,0	106,7	1,1	317,6	7,7	285,0	2,8	3.325,4	0,3
Jul	4.054,1	106,8	1,0	309,9	5,8	292,1	2,7	3.452,1	0,3
Ago	4.178,8	106,8	0,9	349,6	4,6	309,4	3,2	3.519,7	0,3
Sep	4.235,1	106,9	0,9	364,9	4,9	323,9	2,7	3.546,2	0,4
Oct	4.311,8	107,0	1,0	383,5	5,0	333,8	2,8	3.594,4	0,4
Nov	4.399,7	106,9	0,9	395,7	5,5	342,3	2,3	3.661,8	0,3
Dic	4.503,7	107,2	1,0	402,4	4,9	357,3	2,4	3.743,9	0,5
2013 Ene	4.658,5	107,3	0,9	441,5	2,7	370,7	2,5	3.846,3	0,6
Feb	4.643,2	107,1	0,8	416,1	2,7	364,5	2,7	3.862,6	0,4
Mar	4.645,2	106,9	0,5	380,3	2,2	369,0	2,6	3.895,9	0,1
Abr	4.747,4	106,8	0,3	410,4	0,9	394,9	2,7	3.942,1	0,1
May	4.864,1	107,1	0,5	440,2	1,9	408,0	2,5	4.016,0	0,2
Jun	4.663,9	107,9	1,2	413,5	7,6	394,5	2,5	3.855,9	0,4
Jul	4.903,7	108,0	1,1	446,6	7,9	418,7	1,8	4.038,5	0,3
Ago	4.892,0	107,9	1,1	461,5	7,8	416,1	1,1	4.014,5	0,3
Sep	5.136,7	107,9	1,0	491,7	7,8	427,6	0,7	4.217,3	0,3
Oct	5.411,0	108,1	1,1	557,2	7,7	445,1	0,8	4.408,7	0,4
Nov	5.502,3	108,4	1,3	562,8	7,1	454,6	0,9	4.484,9	0,7
Dic	5.567,9	108,6	1,3	569,0	7,3	465,8	0,6	4.533,1	0,7
2014 Ene	5.485,2	108,7	1,3	597,7	7,8	456,1	0,6	4.431,4	0,6
Feb	5.757,5	108,8	1,5	637,8	7,8	475,3	1,9	4.644,4	0,8
Mar	5.809,2	108,9	1,9	642,6	7,8	477,1	2,0	4.689,5	1,2

#### G19 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más información sobre el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas.

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

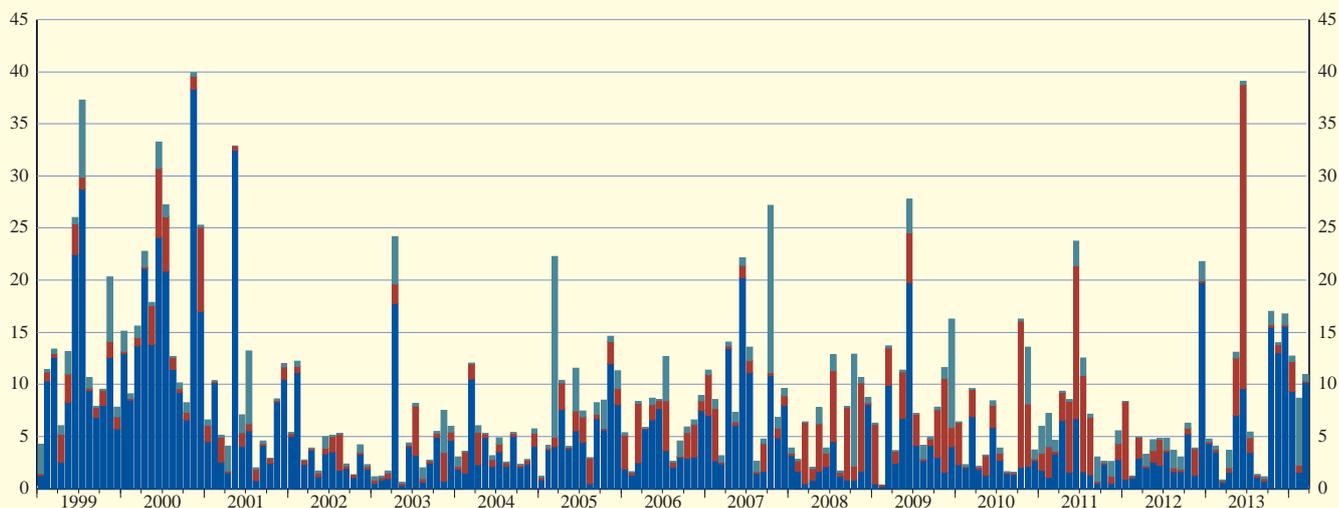
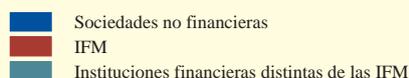
(mm de euros; valores de mercado)

#### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2012 Mar	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
Abr	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
May	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
Jun	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
Jul	4,8	0,3	4,5	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,6	0,3	3,2
Ago	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
Sep	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
Oct	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
Nov	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
Dic	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,8	10,8	8,9
2013 Ene	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
Feb	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
Mar	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
Abr	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
May	13,1	1,8	11,3	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	7,0	1,8	5,2
Jun	39,1	1,9	37,1	29,2	0,0	29,1	0,3	0,3	0,1	9,6	1,7	7,9
Jul	5,4	3,0	2,4	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,1	2,4
Ago	1,1	2,3	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,5	1,1	1,8	-0,7
Sep	1,0	1,7	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,7	1,1	-0,4
Oct	16,9	7,5	9,4	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	15,5	7,4	8,1
Nov	14,0	2,1	11,9	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	13,0	2,0	11,0
Dic	16,6	7,0	9,6	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,6	7,0	8,6
2014 Ene	12,7	7,8	4,9	2,9	0,3	2,6	0,5	0,1	0,3	9,4	7,4	1,9
Feb	8,7	2,3	6,4	0,7	0,0	0,7	6,4	0,3	6,1	1,6	2,0	-0,4
Mar	10,8	2,5	8,3	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,0	10,2	1,9	8,3

#### G20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)



Fuente: BCE.

#### 4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos <sup>1)</sup>

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

##### 1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales	
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>2)</sup>		A la vista	A plazo				
	1	Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	6	7	Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años		A más de 2 años
2013 May	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,31	0,38	0,83	1,86	1,98	0,48	
Jun	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,28	0,38	0,83	1,65	1,77	0,72	
Jul	0,31	1,88	1,90	2,08	1,28	1,23	0,37	0,82	1,63	1,78	0,85	
Ago	0,30	1,81	1,87	2,05	1,15	1,21	0,37	0,70	1,57	1,85	0,51	
Sep	0,30	1,71	1,86	2,06	1,15	1,17	0,35	0,81	1,68	1,87	0,56	
Oct	0,29	1,72	1,83	2,07	1,13	1,15	0,34	0,78	1,65	2,28	0,29	
Nov	0,29	1,60	1,76	2,02	1,12	1,11	0,34	0,75	1,57	1,73	0,47	
Dic	0,29	1,58	1,66	1,91	1,11	1,07	0,34	0,79	1,52	1,63	0,71	
2014 Ene	0,28	1,66	1,64	1,95	1,09	1,05	0,33	0,71	1,42	1,81	0,58	
Feb	0,28	1,60	1,62	1,93	1,10	1,03	0,33	0,63	1,42	1,75	0,83	
Mar	0,28	1,57	1,50	1,86	1,07	1,01	0,35	0,65	1,37	1,58	0,87	
Abr	0,27	1,56	1,44	1,83	1,06	0,99	0,34	0,72	1,24	1,60	0,28	

##### 2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado <sup>3)</sup>	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Crédito a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica			
			Por fijación inicial del tipo			TAE <sup>4)</sup>	Por fijación inicial del tipo			TAE <sup>4)</sup>	Por fijación del tipo inicial			
			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	6	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 y hasta 10 años	A más de 10 años	11	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2013 May	7,90	17,08	5,62	6,12	7,81	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	4,11	3,14
Jun	7,84	17,03	5,51	6,06	7,65	7,07	2,82	3,00	2,87	3,15	3,25	3,10	4,07	3,01
Jul	7,75	16,96	5,63	6,12	7,63	7,13	2,84	2,97	2,90	3,17	3,28	3,19	3,75	3,18
Ago	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,15	2,80	3,01	2,97	3,18	3,31	3,00	4,06	3,15
Sep	7,77	17,02	5,80	6,07	7,62	7,20	2,83	3,05	3,05	3,25	3,35	3,04	3,99	3,16
Oct	7,67	17,02	5,71	6,04	7,63	7,13	2,77	3,04	3,12	3,27	3,35	3,10	3,95	3,26
Nov	7,64	16,96	5,81	6,05	7,75	7,21	2,79	3,06	3,15	3,31	3,37	3,30	4,08	3,19
Dic	7,63	16,94	5,63	6,20	7,44	7,05	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,07	3,86	3,05
2014 Ene	7,69	17,08	5,73	6,08	7,73	7,34	2,76	3,01	3,12	3,31	3,36	3,24	3,81	3,01
Feb	7,65	17,08	5,87	6,01	7,68	7,38	2,79	2,95	3,09	3,27	3,35	3,29	3,98	3,08
Mar	7,65	17,08	5,83	5,95	7,55	7,29	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,29	4,03	3,11
Abr	7,60	17,24	5,66	5,83	7,51	7,18	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	3,10	3,87	3,07

##### 3. Tipos de interés aplicados a los préstamos a sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables y descubiertos	Otros préstamos y créditos hasta 250.000 euros por fijación del tipo inicial						Otros préstamos y créditos de más de un millón de euros por fijación del tipo inicial					
		Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años	Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013 May	4,14	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,09	2,70	3,21	3,52	2,68	2,79
Jun	4,14	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,60	3,01	2,96	2,71	3,12
Jul	4,12	4,65	4,80	4,34	4,09	3,48	3,45	2,13	2,71	2,72	2,82	2,98	3,17
Ago	4,10	4,50	4,81	4,41	4,06	3,41	3,39	2,03	2,56	2,82	3,00	2,88	3,10
Sep	4,13	4,53	4,67	4,39	4,16	3,41	3,42	2,08	2,54	2,86	2,75	2,89	3,28
Oct	4,14	4,60	4,83	4,39	4,14	3,51	3,50	2,19	2,64	3,14	2,86	3,28	3,38
Nov	4,08	4,56	4,71	4,34	4,29	3,56	3,50	2,23	2,62	2,96	2,90	2,98	3,10
Dic	4,12	4,53	4,49	4,20	4,19	3,43	3,41	2,17	2,73	2,67	2,81	2,82	3,13
2014 Ene	4,15	4,61	4,68	4,25	3,99	3,40	3,48	2,15	2,75	2,76	2,94	2,97	3,13
Feb	4,11	4,53	4,59	4,26	4,07	3,48	3,45	2,09	2,79	2,91	2,78	2,79	3,16
Mar	4,08	4,60	4,49	4,24	4,11	3,54	3,47	2,18	2,76	2,83	2,98	2,77	3,23
Abr	4,12	4,59	4,49	4,10	3,95	3,45	3,45	2,20	2,57	2,88	2,59	2,82	3,20

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- En esta categoría de instrumentos, los hogares y las sociedades no financieras se fusionan y se registran en el sector hogares, ya que los saldos vivos de las sociedades no financieras son insignificantes, comparados con los del sector hogares en el conjunto de los Estados miembros.
- Esta categoría de instrumentos excluye los saldos de tarjetas de crédito de pago único contado, es decir, el crédito concedido al tipo de interés del 0% durante el ciclo de facturación.
- La tasa anual equivalente (TAE) es igual al coste total de un préstamo. Este coste total comprende un componente de tipos de interés y de otros costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

**4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos <sup>1)</sup>\***

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

**4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)**

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>2)</sup>		A la vista	A plazo		
		Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013 May	0,33	2,41	2,67	1,31	1,31	0,38	1,57	2,79	1,62
Jun	0,32	2,36	2,67	1,30	1,28	0,38	1,52	2,80	1,73
Jul	0,31	2,28	2,64	1,28	1,23	0,37	1,46	2,77	1,67
Ago	0,30	2,22	2,63	1,15	1,21	0,37	1,44	2,82	1,50
Sep	0,30	2,16	2,63	1,15	1,17	0,35	1,41	2,84	1,66
Oct	0,29	2,09	2,60	1,13	1,15	0,34	1,34	2,83	1,35
Nov	0,29	2,02	2,60	1,12	1,11	0,34	1,32	2,84	1,34
Dic	0,29	1,94	2,57	1,11	1,07	0,34	1,29	2,79	1,05
2014 Ene	0,28	1,88	2,55	1,09	1,05	0,33	1,24	2,77	1,01
Feb	0,28	1,84	2,59	1,10	1,03	0,33	1,23	2,78	1,08
Mar	0,28	1,79	2,53	1,07	1,01	0,35	1,20	2,76	1,11
Abr	0,27	1,75	2,52	1,06	0,99	0,34	1,18	2,73	1,02

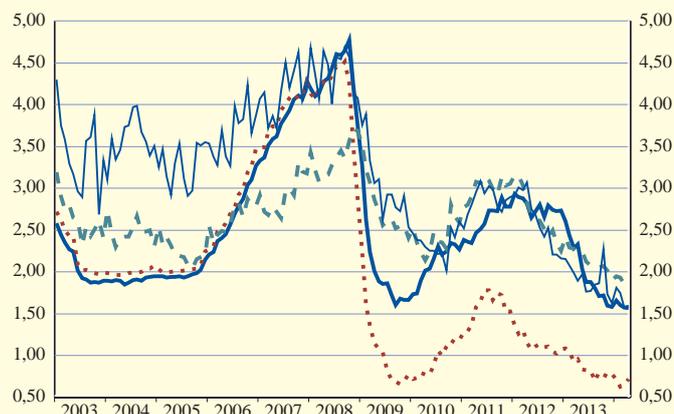
**5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)**

	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras			
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo		Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013 May	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,66	3,24	3,13
Jun	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,63	3,24	3,14
Jul	3,51	3,24	3,40	7,59	6,18	4,84	3,64	3,26	3,14
Ago	3,52	3,22	3,37	7,58	6,16	4,82	3,63	3,26	3,12
Sep	3,55	3,22	3,37	7,64	6,16	4,83	3,65	3,24	3,13
Oct	3,50	3,20	3,35	7,61	6,10	4,80	3,62	3,27	3,12
Nov	3,51	3,22	3,34	7,52	6,11	4,79	3,59	3,28	3,12
Dic	3,59	3,24	3,33	7,49	6,08	4,77	3,61	3,29	3,14
2014 Ene	3,60	3,17	3,31	7,58	6,11	4,76	3,67	3,30	3,13
Feb	3,59	3,21	3,37	7,64	6,23	4,83	3,63	3,33	3,17
Mar	3,57	3,18	3,33	7,61	6,14	4,76	3,62	3,31	3,13
Abr	3,63	3,16	3,31	7,50	6,14	4,78	3,63	3,30	3,14

**G21 Nuevos depósitos a plazo**

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, a más de 2 años
- De las sociedades no financieras, a más de 2 años



**G22 Nuevos préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial**

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

- A hogares para consumo
- ... A hogares para adquisición de vivienda
- - A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE

\* Para consultar la fuente de los datos que figuran en el cuadro y las notas a pie de página relacionadas, véase la página S42.

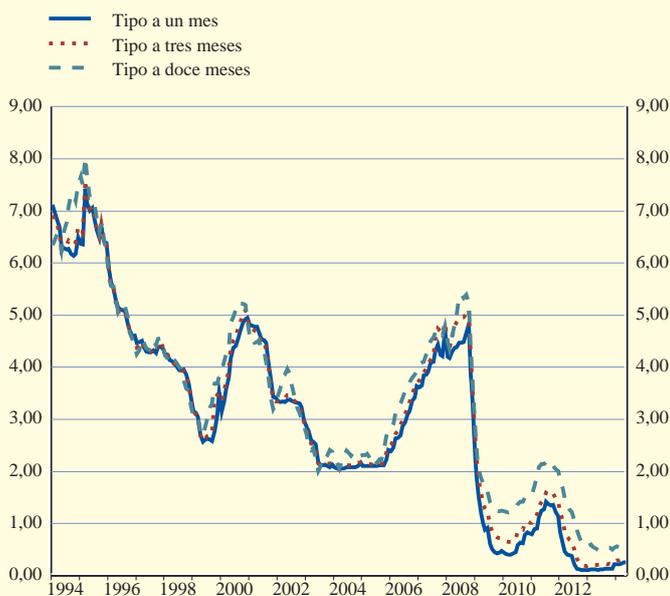
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1),2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (eonía) 1	Depósitos a 1 mes (euríbor) 2	Depósitos a 3 meses (euríbor) 3	Depósitos a 6 meses (euríbor) 4	Depósitos a 12 meses (euríbor) 5	Depósitos a 3 meses (líbor) 6	Depósitos a 3 meses (líbor) 7
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,58	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2013 I	0,07	0,12	0,21	0,34	0,57	0,29	0,16
II	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
III	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
IV	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
2014 I	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
2013 May	0,08	0,11	0,20	0,30	0,48	0,27	0,16
Jun	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
Jul	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16
Ago	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15
Sep	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
Oct	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
Nov	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
Dic	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15
2014 Ene	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14
Feb	0,16	0,22	0,29	0,39	0,55	0,24	0,14
Mar	0,19	0,23	0,31	0,41	0,58	0,23	0,14
Abr	0,25	0,25	0,33	0,43	0,60	0,23	0,14
May	0,25	0,26	0,32	0,42	0,59	0,23	0,14

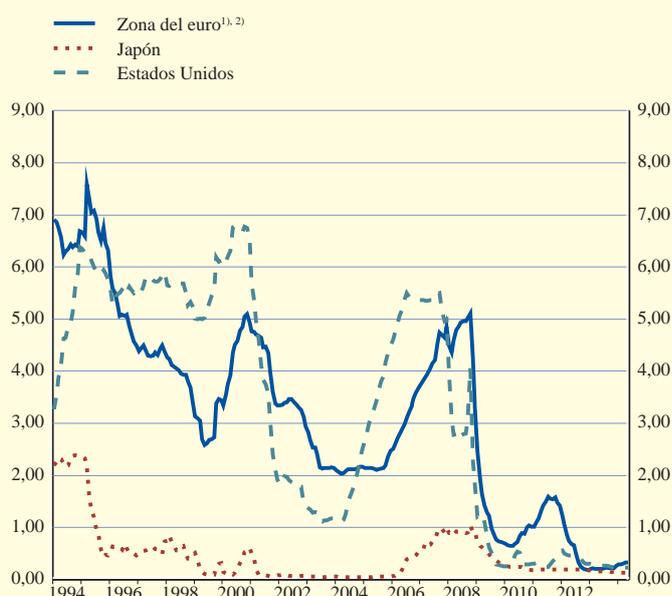
#### G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>1),2)</sup>

(medias mensuales; porcentaje)



#### G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.

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

#### 4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro <sup>1)</sup>

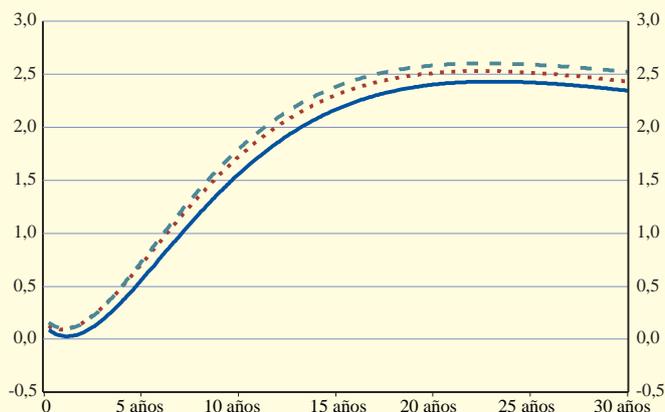
(deuda de las administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2013 I	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
II	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
III	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
IV	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 I	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
2013 May	0,02	0,03	0,13	0,75	1,22	1,84	1,82	1,71	0,08	0,41	1,95	3,62
Jun	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
Jul	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59
Ago	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78
Sep	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
Oct	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
Nov	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
Dic	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 Ene	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61
Feb	0,14	0,09	0,16	0,79	1,27	1,88	1,74	1,72	0,09	0,41	2,03	3,56
Mar	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
Abr	0,13	0,09	0,16	0,71	1,15	1,72	1,60	1,56	0,10	0,38	1,81	3,36
May	0,09	0,03	0,06	0,56	0,98	1,56	1,47	1,49	0,01	0,23	1,60	3,23

#### G25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro <sup>2)</sup>

(porcentaje; fin de período)

— Mayo 2014  
- - - Abril 2014  
- - - Marzo 2014



#### G26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro <sup>2)</sup>

(datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

— Tipo a un año  
- - - Tipo a diez años  
- - - Diferencial entre los tipos a diez años y a tres meses  
— Diferencial entre los tipos a diez años y a dos años



Fuentes: Cálculos del BCE, basados en datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Los datos incluyen la deuda de las administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA.

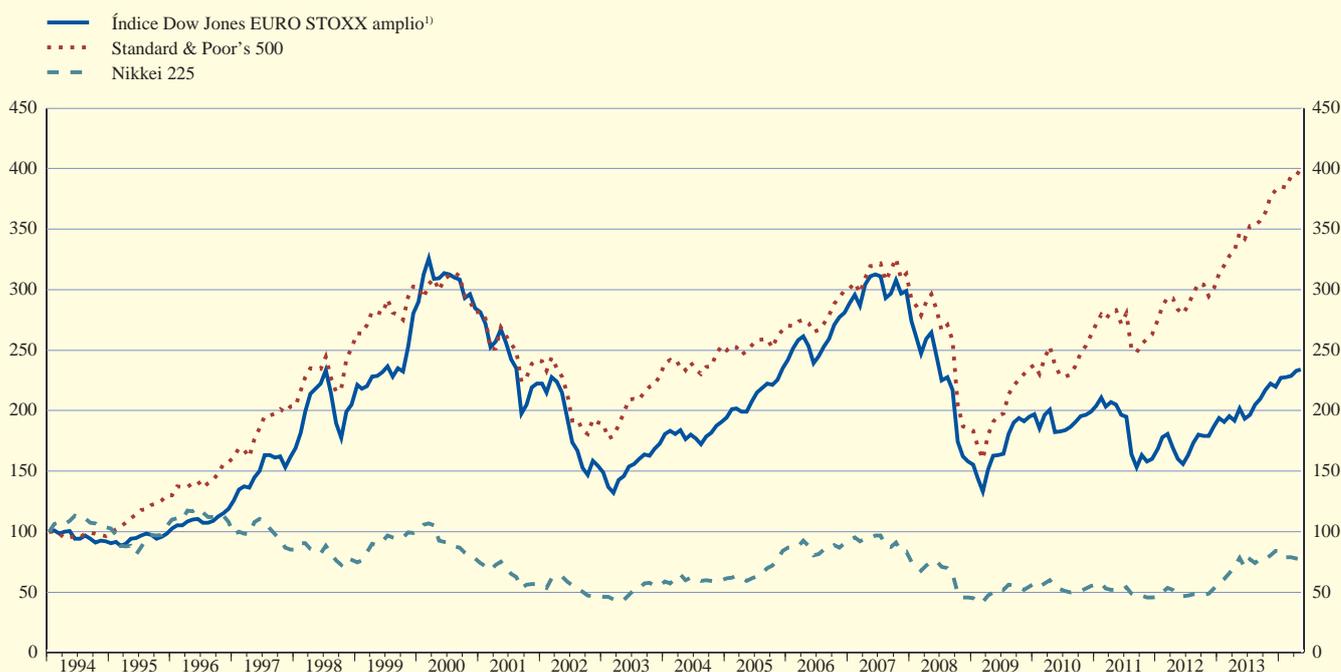
## 4.8 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2013 I	268,2	2.676,6	568,7	181,2	443,1	309,8	144,1	378,1	257,2	222,9	241,3	600,1	1.514,0	11.457,6
II	271,8	2.696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1.609,5	13.629,3
III	282,1	2.782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1.674,9	14.127,7
IV	304,9	3.017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1.768,7	14.951,3
2014 I	315,9	3.090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1.834,9	14.958,9
2013 May	280,2	2.785,8	590,1	192,5	472,0	315,0	147,5	392,7	267,1	232,0	248,7	668,7	1.639,8	14.532,4
Jun	268,3	2.655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1.618,8	13.106,6
Jul	272,4	2.686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1.668,7	14.317,5
Ago	284,2	2.803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1.670,1	13.726,7
Sep	290,6	2.864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1.687,2	14.372,1
Oct	301,4	2.988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1.720,0	14.329,0
Nov	308,7	3.056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1.783,5	14.931,7
Dic	304,7	3.010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1.807,8	15.655,2
2014 Ene	314,7	3.092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1.822,4	15.578,3
Feb	315,9	3.085,9	643,7	219,2	502,0	318,9	183,0	460,0	304,3	261,1	291,9	638,3	1.817,0	14.617,6
Mar	317,0	3.094,0	632,7	219,5	500,7	332,4	182,5	460,6	306,2	275,0	292,2	635,8	1.863,5	14.694,8
Abr	323,2	3.171,5	637,8	219,9	518,8	348,9	185,8	470,5	304,1	278,7	298,6	642,4	1.864,3	14.475,3
May	324,7	3.197,4	660,9	217,7	521,7	362,3	181,9	470,2	300,4	280,6	315,0	657,2	1.889,8	14.343,1

## G27 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



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.



# PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Índice armonizado de precios de consumo <sup>1)</sup>

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>	
	Índice: 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total en 2014	100,0	100,0	81,7	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2013 I	116,4	1,9	1,5	2,0	1,7	0,4	0,5	0,5	0,1	1,0	0,4	1,7	3,2
II	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,6	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,3
III	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,4	0,7	0,4	0,0	1,0	0,5	1,3	1,8
IV	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,2	0,1	-1,1	0,1	0,7	1,4
2014 I	117,2	0,7	1,0	0,3	1,2	0,2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,5	2,0
2013 Dic	117,9	0,8	0,9	0,7	1,0	0,1	0,1	0,8	0,0	0,6	-0,1	0,8	1,4
2014 Ene	116,6	0,8	1,0	0,5	1,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	2,0
Feb	116,9	0,7	1,1	0,3	1,3	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,5	2,0
Mar	118,0	0,5	0,9	0,0	1,1	0,0	0,1	-0,5	-0,1	-0,3	0,1	0,2	2,0
Abr	118,2	0,7	1,1	0,1	1,6	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,5	2,3
May <sup>3)</sup>	118,1	0,5	.	.	1,1	.	.	.	.	-0,1	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Elaborados	No elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total en 2014	19,8	12,3	7,5	37,5	26,7	10,8	10,5	6,2	7,3	3,1	14,7	7,2
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2013 I	2,9	2,3	3,9	1,5	0,8	3,2	1,8	1,5	3,1	-4,6	2,8	0,7
II	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9
III	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
IV	1,8	2,1	1,3	-0,1	0,3	-0,9	1,7	1,4	1,8	-3,5	2,0	0,4
2014 I	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2
2013 Dic	1,8	2,0	1,5	0,2	0,3	0,0	1,7	1,4	1,4	-3,4	1,5	0,5
2014 Ene	1,7	2,0	1,3	-0,2	0,2	-1,2	1,7	1,4	1,6	-3,2	1,4	1,3
Feb	1,5	1,8	0,9	-0,4	0,4	-2,3	1,8	1,4	1,8	-2,4	1,5	1,2
Mar	1,0	1,7	-0,1	-0,5	0,2	-2,1	1,8	1,4	1,3	-2,4	1,1	1,2
Abr	0,7	1,6	-0,7	-0,3	0,1	-1,2	1,8	1,4	2,5	-2,6	2,0	1,3
May <sup>3)</sup>	0,1	.	.	.	0,0	0,0	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en el sitio web de Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.
- 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.

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

	Precios industriales, excluida construcción											Construcción <sup>1),2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>1),3)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>1),3)</sup>
	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía				
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo							
							Total	Duradero	No duradero					
% del total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,2	0,4	0,7	0,4	6,1	1,9	0,9	-0,3	
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	1,9	3,5	10,9	3,3	1,1	2,9	
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,6	-1,8	-0,2	
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,6	0,6	-2,1	.	
2013 I	109,3	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,2	0,8	2,4	0,9	0,9	-2,8	-1,5	
II	108,3	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,0	0,4	-2,5	-1,8	
III	108,3	-0,6	-0,3	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-2,7	0,4	-1,5	-1,6	
IV	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,6	1,0	-2,8	0,6	-1,5	.	
2014 I	107,6	-1,5	-1,1	-0,5	-1,8	0,4	0,6	0,8	0,5	-4,0	.	.	.	
2013 Nov	107,9	-1,2	-0,9	-0,4	-1,7	0,5	0,9	0,6	0,9	-3,1	-	-	-	
Dic	108,1	-0,7	-0,6	-0,3	-1,7	0,6	0,8	0,6	0,9	-1,8	-	-	-	
2014 Ene	107,8	-1,3	-0,9	-0,4	-1,7	0,4	0,7	0,9	0,6	-3,5	-	-	-	
Feb	107,6	-1,7	-1,3	-0,5	-1,8	0,3	0,5	0,8	0,5	-4,4	-	-	-	
Mar	107,3	-1,6	-1,2	-0,5	-1,9	0,3	0,5	0,8	0,4	-4,3	-	-	-	
Abr	107,2	-1,2	-0,5	-0,3	-1,5	0,3	0,7	0,8	0,7	-3,3	-	-	-	

### 3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto

	Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflatores del PIB <sup>5)</sup>							
		Ponderados <sup>5)</sup> por las importaciones			Ponderados <sup>6)</sup> por el destino			Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones <sup>7)</sup>	Importaciones <sup>7)</sup>
		Total	Alimenticias	No alimenticias	Total	Alimenticias	No alimenticias			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo		
% del total	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,6	5,8
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,9	1,3	1,6	2,1	1,0	1,1	1,6	2,4
2013	81,7	-8,2	-10,5	-7,0	-7,3	-7,3	-7,3	112,5	1,4	1,1	1,2	1,2	0,3	-0,3	-1,3
2013 I	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	112,1	1,6	1,4	1,4	1,7	0,5	0,3	-0,3
II	79,0	-5,2	-4,1	-5,8	-4,3	-2,1	-6,2	112,5	1,6	1,1	1,2	1,0	0,2	0,0	-1,2
III	82,5	-12,7	-18,7	-9,4	-12,0	-14,4	-10,0	112,6	1,4	1,0	1,4	1,1	0,2	-0,6	-1,6
IV	80,3	-11,8	-15,8	-9,7	-11,1	-11,8	-10,5	112,7	1,1	0,7	0,9	1,1	0,2	-0,9	-2,0
2014 I	78,6	-8,4	-6,9	-9,1	-7,5	-3,9	-10,3	113,2	0,9	0,5	0,8	0,6	0,3	-0,8	-1,9
2013 Dic	80,8	-11,4	-13,5	-10,4	-11,2	-10,6	-11,7	-	-	-	-	-	-	-	-
2014 Ene	78,8	-9,3	-11,4	-8,3	-8,9	-8,2	-9,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Feb	79,4	-7,8	-6,1	-8,6	-7,2	-3,6	-10,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Mar	77,8	-8,2	-3,4	-10,5	-6,3	0,3	-11,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Abr	78,2	-4,1	0,9	-6,6	-2,9	2,6	-7,3	-	-	-	-	-	-	-	-
May	79,4	-3,2	-1,0	-4,3	-1,3	2,7	-4,7	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Reuters (columna 1 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de IPD y fuentes nacionales (columna 13 del cuadro 2 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 2-7 del cuadro 3 de la sección 5.1).

1) Los datos se refieren al Euro-18.

2) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

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

4) Brent (para entrega en un mes).

5) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

6) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la demanda interna de la zona del euro (producción interna más importaciones menos exportaciones) en el período 2004-2006. Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

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

## 5.1 IAPC, otros precios y costes<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual)

### 4. Costes laborales unitarios, remuneración del factor trabajo y productividad del trabajo

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, adminis- trativas y servicios auxiliares	Administra- ción pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costes laborales unitarios<sup>2)</sup></b>												
2012	112,7	1,9	4,3	2,7	2,6	2,0	3,1	1,0	0,6	2,5	0,6	2,3
2013	114,0	1,2	0,9	1,7	1,1	0,7	2,1	1,2	-1,3	1,0	1,2	1,2
2013 I	114,0	1,8	3,0	2,5	0,8	1,9	2,2	0,3	-1,7	2,5	1,2	2,0
II	113,9	1,2	1,6	2,0	1,2	1,2	1,6	0,7	-1,4	1,2	0,8	1,4
III	114,2	1,2	1,3	2,6	2,2	0,2	2,9	0,7	-0,9	0,4	1,1	0,7
IV	114,0	0,5	-1,7	-0,7	0,2	-0,7	1,4	3,2	-1,1	0,0	1,9	0,7
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2012	116,6	1,9	1,1	2,5	3,1	1,9	2,5	1,1	1,7	2,5	1,1	1,6
2013	118,5	1,6	2,2	2,5	1,6	1,0	1,1	1,4	1,2	1,7	1,6	1,0
2013 I	118,1	1,7	3,1	2,5	1,1	1,2	1,4	1,7	1,2	2,1	1,8	0,8
II	118,5	1,7	2,1	2,6	2,1	1,3	1,2	1,1	2,4	2,2	1,3	1,1
III	119,0	1,8	3,0	3,2	2,9	1,1	1,2	1,1	0,8	1,6	1,5	1,1
IV	119,0	1,5	1,0	2,1	1,4	0,6	0,6	1,9	0,7	1,2	2,2	1,3
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada<sup>3)</sup></b>												
2012	103,5	0,0	-3,1	-0,2	0,5	-0,1	-0,6	0,1	1,1	-0,1	0,5	-0,6
2013	103,9	0,4	1,2	0,8	0,5	0,3	-1,0	0,2	2,5	0,7	0,4	-0,3
2013 I	103,6	0,0	0,1	0,0	0,4	-0,7	-0,8	1,4	3,0	-0,4	0,6	-1,2
II	104,0	0,5	0,5	0,6	0,9	0,1	-0,4	0,4	3,9	1,0	0,5	-0,4
III	104,2	0,6	1,6	0,6	0,7	0,8	-1,7	0,4	1,7	1,2	0,4	0,3
IV	104,4	1,0	2,7	2,8	1,2	1,3	-0,8	-1,3	1,8	1,2	0,3	0,6
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2012	119,3	2,6	2,9	3,6	4,9	2,6	3,1	1,6	1,9	2,6	1,2	2,6
2013	121,6	1,9	2,0	2,2	2,3	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	1,9	1,3
2013 I	121,9	3,1	4,5	4,3	4,2	2,3	2,1	2,7	1,6	2,7	2,6	2,6
II	121,5	1,6	1,9	1,6	1,8	1,6	0,9	1,2	2,4	2,3	1,3	1,2
III	122,0	1,8	2,1	2,2	2,5	1,4	1,8	1,2	2,2	2,1	1,7	1,3
IV	122,0	1,3	0,0	1,0	1,3	0,7	0,7	1,6	1,0	1,5	2,1	0,8
<b>Productividad del trabajo por hora trabajada<sup>3)</sup></b>												
2012	106,5	0,8	-2,1	0,9	2,0	0,7	0,1	0,5	1,9	0,2	0,7	0,1
2013	107,2	0,7	0,6	0,6	1,0	0,7	-0,7	0,3	3,1	1,1	0,6	0,1
2013 I	107,5	1,2	-0,3	1,8	2,9	0,3	-0,1	2,5	3,9	0,5	1,4	0,7
II	107,2	0,4	-0,5	-0,3	0,3	0,4	-0,7	0,4	3,9	0,9	0,4	-0,2
III	107,3	0,7	0,9	-0,3	0,3	1,3	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,5	0,5
IV	107,6	0,8	2,3	1,8	1,0	1,2	-0,9	-1,6	2,1	1,5	0,2	0,3

### 5. Índices de costes laborales<sup>4)</sup>

	Total (índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>5)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2012	108,6	1,8	1,9	1,7	2,4	2,3	2,1	2,2
2013	110,2	1,4	1,7	0,6	2,1	0,6	1,1	1,8
2013 II	114,1	1,2	1,5	0,3	1,8	0,7	1,0	1,7
III	107,2	1,1	1,3	0,5	1,6	-0,1	1,0	1,7
IV	116,6	1,4	1,9	0,0	1,7	0,3	0,9	1,7
2014 I	.	.	.	.	.	.	.	2,0

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

1) Los datos se refieren al Euro-18.

2) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por la productividad del trabajo por persona ocupada.

3) PIB total y valor añadido por actividad económica (en términos reales) por factor trabajo (personas ocupadas y horas trabajadas).

4) Índices de costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, ganadería, silvicultura, y pesca. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no se correspondan con el total.

5) Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

## 5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>									
2010	9.185,8	9.064,9	5.282,7	2.019,9	1.741,2	21,1	120,8	3.793,9	3.673,1
2011	9.444,0	9.315,1	5.427,3	2.032,6	1.796,6	58,7	128,8	4.186,7	4.057,9
2012	9.505,4	9.259,4	5.464,4	2.041,9	1.744,8	8,3	246,0	4.362,7	4.116,7
2013	9.602,6	9.271,4	5.496,0	2.068,9	1.698,3	8,2	331,2	4.410,5	4.079,3
2013 I	2.385,4	2.311,5	1.367,7	516,2	422,8	4,8	73,9	1.085,1	1.011,2
II	2.400,9	2.311,8	1.371,5	516,9	422,8	0,7	89,1	1.107,8	1.018,7
III	2.406,5	2.326,4	1.377,8	519,3	425,7	3,6	80,2	1.105,3	1.025,1
IV	2.415,2	2.325,2	1.380,2	516,7	430,6	-2,3	90,0	1.118,6	1.028,6
2014 I	2.429,0	2.341,6	1.384,5	520,5	432,0	4,5	87,4	1.120,6	1.033,1
<i>porcentaje del PIB</i>									
2013	100,0	96,6	57,2	21,5	17,7	0,1	3,4	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2013 I	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	-1,6	-	-	-0,8	-0,8
II	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,2	-	-	2,4	1,6
III	0,1	0,5	0,1	0,2	0,5	-	-	0,0	0,9
IV	0,3	-0,1	0,0	-0,4	0,9	-	-	1,4	0,7
2014 I	0,2	0,4	0,1	0,3	0,3	-	-	0,3	0,8
<i>tasas de variación interanual</i>									
2010	1,9	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,6	10,0
2011	1,6	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,5	4,5
2012	-0,7	-2,2	-1,3	-0,6	-4,0	-	-	2,5	-0,9
2013	-0,4	-0,9	-0,7	0,1	-2,9	-	-	1,4	0,4
2013 I	-1,1	-2,0	-1,4	-0,2	-5,2	-	-	0,2	-1,6
II	-0,6	-1,3	-0,7	0,0	-3,4	-	-	1,7	0,1
III	-0,3	-0,4	-0,4	0,5	-2,4	-	-	0,9	0,7
IV	0,5	0,2	0,1	0,1	-0,1	-	-	2,9	2,5
2014 I	0,9	0,8	0,4	0,2	1,9	-	-	4,1	4,1
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>									
2013 I	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	0,2	-0,1	-	-
II	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,4	-	-
III	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1	0,3	-0,4	-	-
IV	0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,2	0,3	-	-
2014 I	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,2	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>									
2010	1,9	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,6	0,7	0,2	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
2012	-0,7	-2,2	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,5	-	-
2013	-0,4	-0,9	-0,4	0,0	-0,5	0,0	0,5	-	-
2013 I	-1,1	-2,0	-0,8	0,0	-1,0	-0,1	0,8	-	-
II	-0,6	-1,3	-0,4	0,0	-0,6	-0,3	0,7	-	-
III	-0,3	-0,4	-0,3	0,1	-0,4	0,2	0,1	-	-
IV	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	-	-
2014 I	0,9	0,8	0,3	0,0	0,3	0,1	0,1	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro. Los datos no se corresponden totalmente con la sección 3.1, el cuadro 1 de la sección 7.1, el cuadro 3 de la sección 7.2, o los cuadros 1 o 3 de la sección 7.5.
- 2) Incluye las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

## 5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos menos subven- ciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comu- nicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administra- tivas y servicios auxiliares	Adminis- tración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>												
2010	8.242,3	137,1	1.581,8	499,2	1.552,3	370,8	438,7	919,2	827,5	1.615,1	300,6	943,4
2011	8.468,0	142,0	1.643,3	502,0	1.593,2	374,5	440,1	965,5	859,6	1.639,7	308,1	975,9
2012	8.525,3	144,6	1.643,8	492,1	1.606,2	370,0	433,8	982,2	877,3	1.661,6	313,6	980,2
2013	8.610,6	143,9	1.660,8	478,1	1.622,3	358,1	439,9	1.004,8	895,7	1.686,8	320,3	992,0
2013 I	2.139,7	36,1	412,3	120,2	402,3	90,4	109,0	249,1	220,8	420,5	79,2	245,6
II	2.150,3	36,3	415,4	119,0	404,8	90,1	110,7	250,2	223,4	420,8	79,7	250,6
III	2.157,9	35,7	415,8	119,4	407,5	88,9	110,4	251,8	225,4	422,3	80,8	248,6
IV	2.168,1	36,0	420,0	120,0	408,9	88,8	110,0	253,7	226,4	423,4	81,0	247,1
2014 I	2.176,6	36,7	418,0	120,5	410,0	88,5	112,4	254,5	226,7	427,6	81,7	252,5
<i>porcentaje del valor añadido</i>												
2013	100,0	1,7	19,3	5,6	18,8	4,2	5,1	11,7	10,4	19,6	3,7	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2013 I	-0,2	0,3	0,3	-1,3	-0,2	-0,2	-1,3	-0,1	0,4	-0,4	-0,4	-0,5
II	0,3	0,2	0,5	-0,9	0,6	0,2	-0,4	0,1	0,9	0,1	0,1	0,5
III	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,7	0,6	0,3	0,3	0,1	0,1	-0,2
IV	0,3	1,3	0,6	0,1	0,3	0,1	-0,6	0,4	0,2	0,4	-0,1	-0,3
2014 I	0,1	1,8	-0,3	0,5	0,4	0,1	0,7	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,7
<i>tasas de variación interanual</i>												
2010	2,0	-2,9	9,5	-5,6	0,7	1,5	0,1	-0,1	2,6	1,1	0,4	1,4
2011	1,8	0,3	3,0	-1,6	1,7	3,6	1,6	2,1	2,7	0,9	0,4	0,1
2012	-0,5	-4,9	-1,1	-4,2	-0,9	0,6	-0,3	0,7	0,7	0,2	0,0	-1,9
2013	-0,3	-0,4	-0,6	-4,0	-0,5	-0,7	-0,6	0,8	1,0	0,1	-0,5	-1,4
2013 I	-1,0	-2,8	-1,6	-5,2	-1,9	-0,5	0,3	0,8	-0,1	0,1	-1,0	-2,8
II	-0,5	-0,9	-0,9	-4,9	-0,9	-0,3	-0,7	0,8	1,2	0,0	-0,3	-1,2
III	-0,2	0,5	-1,0	-3,6	-0,1	-1,3	0,0	0,8	1,3	0,2	-0,1	-0,9
IV	0,6	1,9	1,5	-1,9	1,0	-0,5	-1,6	0,7	1,9	0,3	-0,2	-0,5
2014 I	0,9	3,4	0,9	-0,1	1,6	-0,3	0,4	0,6	1,6	0,7	0,4	0,6
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2013 I	-0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-
II	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
IV	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 I	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2011	1,8	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013 I	-1,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
II	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
III	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
IV	0,6	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 I	0,9	0,1	0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción									Construcción
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Industria manufacturera	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
% del total en 2010	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	2,2	103,5	3,4	4,7	4,8	4,2	8,5	1,0	0,7	1,0	-4,5	-2,4
2012	-3,1	100,9	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,1	-2,4	-4,9	-2,1	-0,4	-5,4
2013	-1,1	100,2	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,5	-3,6	0,0	-0,8	-2,8
2013 II	-1,5	100,2	-1,1	-1,0	-1,1	-2,1	-0,3	-0,7	-3,9	-0,2	-1,0	-3,6
2013 III	-1,1	100,2	-1,1	-1,1	-0,9	-0,7	-1,3	-0,8	-3,7	-0,4	-2,1	-1,0
2013 IV	1,0	100,7	1,5	1,9	2,1	2,5	2,7	0,4	-2,7	1,0	-1,3	-1,1
2014 I	2,5	100,9	1,1	2,9	3,0	3,1	3,9	1,5	0,4	1,6	-8,8	8,4
2013 Nov	2,0	101,3	2,8	3,0	3,2	3,0	4,3	1,5	-1,4	2,1	0,3	-1,3
2013 Dic	1,3	101,0	1,4	1,8	2,1	3,3	2,2	-0,2	-1,6	0,1	-1,5	0,3
2014 Ene	2,8	100,9	1,7	3,2	3,2	3,3	5,3	0,5	1,9	0,3	-5,8	7,5
2014 Feb	2,7	101,1	1,7	3,7	3,7	3,9	4,0	3,0	0,5	3,3	-8,8	7,5
2014 Mar	0,7	100,8	-0,1	1,9	2,1	2,2	2,6	1,1	-0,9	1,3	-11,9	5,2
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2013 Nov	1,2	-	1,4	1,2	1,2	0,6	2,2	0,5	1,6	0,3	2,5	0,1
2013 Dic	0,0	-	-0,3	0,1	0,0	0,5	-0,6	0,0	0,8	0,0	-3,0	1,6
2014 Ene	0,3	-	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	2,1	0,3	-1,9	1,2
2014 Feb	0,0	-	0,2	0,5	0,4	0,4	0,0	0,7	-0,8	0,7	-1,3	0,4
2014 Mar	-0,6	-	-0,3	-0,6	-0,7	-0,8	-0,3	-0,6	0,0	-0,5	-0,4	-0,6

### 4. Nuevos pedidos y cifra de negocios en la industria, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Indicador de nuevos pedidos <sup>1)</sup>		Cifra de negocios		Ventas al por menor (incluido combustible para vehículos de motor)								Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes							Total (d.; miles) <sup>2)</sup>	Total
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación			Com- bustible		
									Calzado, vestido y confección	Artículos para el hogar				
% del total en 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,2	12,0	9,1		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	108,6	8,6	109,3	9,2	1,7	99,3	-0,7	-1,1	-0,3	-1,4	-0,3	-3,3	840	-0,9
2012	104,4	-3,8	108,8	-0,4	0,5	97,6	-1,7	-1,3	-1,6	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,1
2013	104,3	-0,1	107,3	-1,4	-0,4	96,7	-0,9	-1,0	-0,7	-1,4	-2,6	-1,0	713	-4,4
2013 II	103,3	-1,6	106,8	-1,9	-0,4	96,6	-1,1	-1,7	-0,5	0,0	-2,8	-0,6	710	-7,2
2013 III	105,1	1,1	107,5	-1,5	-0,1	97,2	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-2,5	0,0	709	-2,2
2013 IV	106,1	2,7	107,8	0,3	0,0	96,7	0,1	-0,3	0,6	0,4	-1,0	0,2	744	5,3
2014 I	107,1	4,3	108,7	1,5	0,5	97,4	0,9	-0,3	1,9	3,7	0,5	0,8	724	5,0
2013 Dic	107,5	4,3	108,3	0,5	-0,4	96,3	-0,4	-1,4	0,3	-0,8	-1,5	0,0	774	6,9
2014 Ene	107,3	5,1	109,0	2,0	0,5	97,2	0,7	-0,4	1,3	2,4	0,1	1,3	706	5,5
2014 Feb	107,2	4,5	108,8	2,2	0,6	97,4	1,0	0,0	1,8	2,5	1,1	0,2	735	6,0
2014 Mar	106,9	3,3	108,3	0,5	0,5	97,5	1,0	-0,5	2,7	6,5	0,3	0,9	731	4,0
2014 Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	747	5,1
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>														
2013 Dic	-	1,5	-	0,1	-1,2	-	-1,2	-1,5	-0,9	-2,7	-1,3	-0,1	-	5,6
2014 Ene	-	-0,2	-	0,6	0,9	-	1,0	0,7	0,9	1,4	1,7	0,3	-	-8,8
2014 Feb	-	-0,1	-	-0,2	0,0	-	0,2	0,3	0,7	0,8	0,1	-1,4	-	4,2
2014 Mar	-	-0,3	-	-0,5	0,1	-	0,1	0,3	0,0	-0,5	-0,7	0,7	-	-0,6
2014 Abr	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	.	-	2,2

Fuente: Eurostat, excepto columnas 1 y 2 del cuadro 4 (que muestra las estadísticas experimentales del BCE basadas en datos nacionales) y las columnas 13 y 14 del cuadro 4 (que muestra cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) Para más información, véase G. J. de Bondt, H. C. Dieden, S. Muzikarova e I. Vincze, «Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders», Occasional Paper Series, n.º 149, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2013.

2) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

## 5.2 Producto y demanda

(saldo neto <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (%) <sup>3)</sup>	Total <sup>4)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2010	101,4	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-8,0
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,1	34,4	-11,2
2013 I	90,5	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,5	-23,5	-11,3	-27,2	42,3	-13,1
II	90,2	-12,7	-30,9	6,2	-0,9	77,9	-20,8	-10,1	-24,8	35,7	-12,6
III	95,3	-8,3	-24,9	4,6	4,4	78,4	-15,9	-7,9	-16,7	29,6	-9,2
IV	99,1	-4,1	-18,6	2,8	9,1	79,3	-14,4	-6,3	-11,6	29,8	-9,8
2014 I	101,6	-3,5	-16,5	2,8	8,8	79,8	-11,2	-4,6	-7,0	23,8	-9,6
2013 Dic	100,4	-3,4	-16,7	1,7	8,3	-	-13,5	-5,7	-9,8	29,0	-9,5
2014 Ene	101,0	-3,8	-16,7	3,0	8,2	80,1	-11,7	-4,9	-7,6	24,6	-9,5
Feb	101,2	-3,5	-16,3	2,4	8,3	-	-12,7	-4,8	-8,7	26,3	-11,0
Mar	102,5	-3,3	-16,6	3,0	9,8	-	-9,3	-4,0	-4,6	20,4	-8,2
Abr	102,0	-3,5	-15,3	3,2	8,2	79,5	-8,6	-4,1	-3,5	18,4	-8,6
May	102,7	-3,0	-14,6	3,3	9,0	-	-7,1	-3,4	-2,5	15,1	-7,4

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total <sup>4)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>4)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-4,0	-6,5	7,2	1,6	3,9	1,4	3,0	7,3
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,3	-5,4	11,2	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,4	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,9	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2
2013 I	-28,7	-36,8	-20,7	-16,1	-24,0	10,8	-13,5	-7,7	-12,6	-8,9	-1,8
II	-31,5	-38,5	-24,3	-16,5	-24,5	11,2	-13,9	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9
III	-31,0	-39,7	-22,3	-10,4	-16,4	8,7	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8
IV	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,5	-1,3	-4,2	-3,4	3,6
2014 I	-29,0	-39,6	-18,5	-3,0	-5,6	5,6	2,3	3,4	1,0	1,9	7,2
2013 Dic	-26,4	-34,8	-18,0	-5,0	-9,1	6,4	0,3	0,4	-2,1	-0,4	3,6
2014 Ene	-29,8	-41,3	-18,4	-3,4	-8,1	5,9	3,7	2,4	-0,6	-0,2	8,0
Feb	-28,5	-37,5	-19,5	-3,0	-4,3	6,0	1,3	3,3	0,5	2,4	7,0
Mar	-28,7	-39,9	-17,6	-2,5	-4,3	4,9	1,8	4,5	3,2	3,5	6,7
Abr	-30,4	-40,0	-20,7	-2,5	-5,8	6,1	4,4	3,5	2,3	1,5	6,7
May	-30,0	-40,4	-19,7	-2,5	-3,1	7,7	3,4	3,8	3,2	2,1	6,0

Fuente: Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período a partir de 1990.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

## 5.3 Mercado de trabajo <sup>1), 2)</sup>

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 1. Empleo

	Por situación profesional			Por rama de actividad									
	Total	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	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>nivel (miles)</i>													
2013	145.835	124.672	21.163	4.965	22.786	9.116	35.874	4.079	4.044	1.280	18.389	34.475	10.827
<i>porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2013	100,0	85,5	14,5	3,4	15,6	6,3	24,6	2,8	2,8	0,9	12,6	23,6	7,4
<i>tasas de variación interanual</i>													
2011	0,3	0,4	-0,2	-2,0	0,1	-3,7	0,7	1,3	-0,4	0,6	2,5	0,3	0,1
2012	-0,6	-0,7	-0,1	-1,9	-0,9	-4,7	-0,8	1,2	-0,4	-0,4	0,7	-0,3	0,6
2013	-0,8	-0,8	-0,8	-1,6	-1,4	-4,5	-0,8	0,3	-0,8	-1,7	0,3	-0,3	-0,2
2013 I	-1,1	-1,1	-1,3	-2,9	-1,5	-5,5	-1,3	0,3	-1,1	-2,1	0,3	-0,5	0,1
II	-1,0	-1,1	-0,8	-1,5	-1,4	-5,7	-1,0	0,0	-1,2	-3,0	0,2	-0,4	0,1
III	-0,9	-0,9	-0,7	-1,1	-1,6	-4,3	-0,9	0,4	-0,4	-0,9	0,1	-0,2	-0,4
IV	-0,5	-0,4	-0,7	-0,8	-1,2	-3,0	-0,3	0,3	-0,3	-1,1	0,7	0,0	-0,8
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2013 I	-0,5	-0,5	-0,6	-1,3	-0,4	-1,4	-0,5	-0,4	-0,1	-1,0	-0,6	-0,3	-0,4
II	0,0	-0,1	0,1	1,6	-0,4	-1,0	0,1	0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,1	0,1
III	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,7	0,7	0,1	-0,1
IV	0,1	0,1	0,0	-0,5	-0,1	-0,4	0,2	0,5	0,0	-0,9	0,2	0,3	-0,4
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>nivel (millones)</i>													
2013	228.788	184.181	44.606	9.972	35.887	15.806	59.436	6.528	6.370	1.962	28.574	49.089	15.164
<i>porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2013	100,0	80,5	19,5	4,4	15,7	6,9	26,0	2,9	2,8	0,9	12,5	21,5	6,6
<i>tasas de variación interanual</i>													
2011	0,3	0,5	-0,7	-3,0	0,8	-3,8	0,4	1,4	-0,2	1,3	2,7	0,5	0,1
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,9	-2,0	-6,1	-1,6	0,6	-0,9	-1,2	0,5	-0,5	-0,1
2013	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,2	-4,9	-1,3	0,0	-0,9	-2,3	0,0	-0,5	-0,6
2013 I	-2,3	-2,4	-2,2	-2,5	-3,3	-7,8	-2,2	-0,4	-2,2	-3,0	-0,6	-1,3	-1,7
II	-0,9	-1,0	-0,6	-0,5	-0,6	-5,2	-1,3	0,3	-1,1	-3,0	0,3	-0,3	-0,1
III	-1,0	-0,9	-1,2	-0,4	-0,7	-3,9	-1,4	-0,3	-0,6	-1,8	-0,3	-0,4	-0,6
IV	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-2,8	-0,2	0,4	0,0	-1,3	0,4	0,1	-0,5
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2013 I	-0,9	-0,9	-0,9	-0,2	-1,0	-2,1	-0,8	-0,2	-0,2	-0,6	-0,9	-1,0	-0,6
II	0,6	0,6	0,8	0,8	1,2	0,5	0,6	0,5	0,3	0,4	0,7	0,4	0,5
III	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,1	-0,6	0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,6	0,1	0,0
IV	0,0	0,1	-0,4	-0,6	-0,3	-0,7	0,0	0,6	-0,1	-0,7	0,0	0,6	-0,4
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>nivel (miles)</i>													
2013	1.569	1.477	2.108	2.008	1.575	1.734	1.657	1.600	1.575	1.533	1.554	1.424	1.401
<i>tasas de variación interanual</i>													
2011	0,0	0,2	-0,5	-1,0	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,8	0,2	0,2	0,0
2012	-0,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,7	-0,4	-0,8	-0,3	-0,2	-0,8
2013	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	0,2	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,4
2013 I	-1,2	-1,3	-0,9	0,4	-1,8	-2,5	-0,9	-0,7	-1,1	-0,9	-0,9	-0,8	-1,8
II	0,1	0,1	0,2	1,0	0,8	0,6	-0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2
III	-0,1	0,0	-0,5	0,7	0,9	0,4	-0,5	-0,7	-0,2	-0,9	-0,4	-0,2	-0,1
IV	0,2	0,2	0,3	0,4	1,0	0,2	0,1	0,2	0,3	-0,3	-0,3	0,1	0,3
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2013 I	-0,4	-0,5	-0,2	1,1	-0,7	-0,7	-0,3	0,2	-0,2	0,4	-0,3	-0,7	-0,2
II	0,7	0,7	0,7	-0,8	1,6	1,5	0,5	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	0,4
III	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,2	-0,4	0,0	-1,2	-0,1	-0,1	0,1
IV	-0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,3	0,0

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Los datos de empleo se basan en el SEC 95.

2) Los datos se refieren al Euro-18.

### 5.3 Mercado de trabajo

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

#### 2. Desempleo y vacantes <sup>1)</sup>

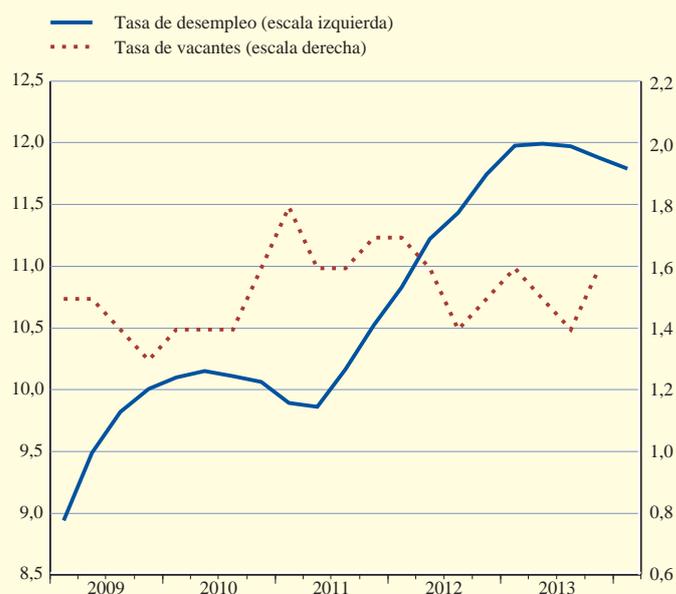
	Desempleo										Tasa de vacantes <sup>2),3)</sup>
	Total		Por grupos de edad <sup>4)</sup>				Por sexo <sup>5)</sup>				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total en 2010	100,0	79,3		20,7		54,2		45,8		% total puestos de trabajo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	15,999	10,1	12,692	8,9	3,307	21,0	8,671	10,0	7,328	10,2	1,5
2011	16,060	10,1	12,830	8,9	3,230	20,9	8,595	9,9	7,465	10,4	1,7
2012	18,094	11,3	14,585	10,1	3,508	23,1	9,746	11,2	8,348	11,4	1,6
2013	19,152	12,0	15,598	10,7	3,554	23,9	10,311	11,9	8,841	12,0	1,5
2013 I	19,180	12,0	15,566	10,7	3,614	24,0	10,352	11,9	8,828	12,0	1,6
II	19,222	12,0	15,656	10,8	3,566	23,9	10,347	11,9	8,875	12,1	1,5
III	19,190	12,0	15,641	10,7	3,548	24,0	10,367	11,9	8,823	12,0	1,4
IV	19,016	11,9	15,528	10,7	3,488	23,8	10,179	11,7	8,836	12,0	1,6
2014 I	18,864	11,8	15,425	10,6	3,439	23,7	10,123	11,7	8,741	11,9	.
2013 Nov	19,057	11,9	15,565	10,7	3,492	23,8	10,200	11,8	8,857	12,1	-
Dic	18,919	11,8	15,453	10,6	3,466	23,7	10,121	11,7	8,798	12,0	-
2014 Ene	18,908	11,8	15,435	10,6	3,472	23,8	10,121	11,7	8,786	12,0	-
Feb	18,858	11,8	15,429	10,6	3,429	23,6	10,134	11,7	8,723	11,9	-
Mar	18,827	11,8	15,410	10,6	3,417	23,6	10,114	11,7	8,713	11,9	-
Apr	18,751	11,7	15,370	10,6	3,381	23,5	10,104	11,7	8,646	11,8	-

#### G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas<sup>2)</sup>

(tasas de variación interanual)



#### G29 Desempleo y tasas de vacantes <sup>2), 3)</sup>



Fuente: Eurostat.

1) Los datos de desempleo se refieren a personas y siguen las recomendaciones de la OIT.

2) Los datos se refieren al Euro-18.

3) Industria, construcción y servicios (excluidos los hogares como empleadores y los organismos extraterritoriales); datos sin desestacionalizar.

4) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta los 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

5) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.



## FINANZAS PÚBLICAS

### 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
												1	2	
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,4	2,3	0,5	0,2	40,6
2006	45,3	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,4	2,3	0,3	0,2	41,2
2007	45,3	45,0	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,0	8,0	4,3	2,3	0,3	0,2	41,2
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,4	2,3	0,2	0,2	40,8
2009	44,9	44,6	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,5
2010	44,8	44,6	11,5	8,9	2,5	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,2	0,3	40,5
2011	45,3	45,0	11,9	9,1	2,7	13,1	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,9
2012	46,2	46,0	12,4	9,5	2,7	13,3	0,3	15,9	8,3	4,6	2,6	0,2	0,3	41,8
2013	46,7	46,5	12,7	9,8	2,8	13,3	0,3	16,0	8,3	4,7	2,6	0,3	0,3	42,3

#### 2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>	
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE		
														1
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,1	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,0
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,2	47,0	11,1	5,7	2,9	27,3	24,3	1,8	0,5	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,9	5,7	2,8	27,2	24,2	1,8	0,4	4,4	2,6	1,9	0,0	48,2
2011	49,5	45,9	10,6	5,5	3,0	26,8	23,8	1,7	0,4	3,5	2,4	1,2	0,0	46,4
2012	49,9	46,2	10,5	5,5	3,1	27,0	24,2	1,7	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,8
2013	49,7	46,4	10,5	5,5	2,9	27,6	24,6	1,7	0,4	3,3	2,1	1,2	0,1	46,8

#### 3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	Total	Admone. Centrales	Admone. Regionales	Admone. Locales	Admone. Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo colectivo	Consumo individual
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,3	8,0	12,5
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,6	10,3	5,2	5,4	2,0	2,3	8,0	12,7
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,4	11,1	5,7	5,9	2,1	2,5	8,6	13,7
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,9	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,6
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,1	-1,1	21,5	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	21,5	10,5	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3
2013	-3,0	-2,6	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	21,6	10,5	5,5	5,9	2,1	2,6	8,2	13,4

#### 4. Países de la zona del euro – Déficit (-)/superávit (+)<sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
2010	-3,8	-4,2	0,2	-30,6	-10,9	-9,6	-7,0	-4,5	-5,3	-8,2	-0,8	-3,5	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,5	-2,5
2011	-3,8	-0,8	1,1	-13,1	-9,6	-9,6	-5,2	-3,7	-6,3	-3,5	0,2	-2,7	-4,3	-2,5	-4,3	-6,4	-4,8	-0,7
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,2	-8,9	-10,6	-4,9	-3,0	-6,4	-1,3	0,0	-3,3	-4,1	-2,6	-6,4	-4,0	-4,5	-1,8
2013	-2,6	0,0	-0,2	-7,2	-12,7	-7,1	-4,3	-3,0	-5,4	-1,0	0,1	-2,8	-2,5	-1,5	-4,9	-14,7	-2,8	-2,1

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

- 1) Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- 2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- 3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- 4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- 5) Incluye las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

## 6.2 Deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores				Otros acreedores <sup>3)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>			Resto de sectores	
						Total	IFM	Otras instituciones financieras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2004	69,6	2,2	12,2	4,7	50,5	38,7	19,4	11,2	8,1	30,9
2005	70,5	2,4	12,3	4,4	51,4	37,0	18,8	11,3	7,0	33,5
2006	68,6	2,5	11,9	3,8	50,5	34,9	18,9	9,3	6,7	33,7
2007	66,3	2,2	11,3	3,9	48,8	32,7	17,6	8,6	6,5	33,6
2008	70,1	2,3	11,6	6,5	49,7	33,4	18,4	7,9	7,1	36,7
2009	80,0	2,5	12,8	8,3	56,5	37,4	21,6	9,2	6,6	42,6
2010	85,5	2,5	15,5	7,3	60,2	41,4	24,3	10,6	6,5	44,1
2011	87,4	2,5	15,5	7,4	62,0	43,3	24,5	11,4	7,4	44,0
2012	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9	46,2	26,4	12,6	7,2	44,5
2013	92,6	2,6	16,9	6,3	66,8	47,1	26,5	13,5	7,1	45,5

### 2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
2004	69,6	56,6	6,6	5,1	1,3	7,6	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,6	1,0
2005	70,5	57,1	6,7	5,2	1,4	7,7	62,8	4,5	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,2	61,5	4,3	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,3	53,4	6,3	5,3	1,4	7,2	59,1	4,2	14,5	23,6	28,2	65,7	0,5
2008	70,1	56,8	6,7	5,3	1,3	10,1	60,1	4,9	17,7	23,4	29,0	69,2	1,0
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,1	67,9	5,0	19,5	27,3	33,2	78,8	1,2
2010	85,5	69,3	8,4	5,9	1,9	13,1	72,4	5,2	21,3	29,3	34,9	84,3	1,2
2011	87,4	70,7	8,6	5,9	2,2	12,6	74,8	6,2	20,8	30,4	36,1	85,7	1,7
2012	90,7	73,6	8,9	6,0	2,3	11,8	78,9	7,3	20,1	32,2	38,4	88,7	2,0
2013	92,6	75,9	8,5	6,0	2,2	10,8	81,8	7,4	20,3	32,7	39,6	90,7	1,9

### 3. Países de la zona del euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
2010	96,6	82,5	6,7	91,2	148,3	61,7	82,7	119,3	61,3	44,5	19,5	66,0	63,4	72,5	94,0	38,7	41,0	48,8
2011	99,2	80,0	6,1	104,1	170,3	70,5	86,2	120,7	71,5	42,0	18,7	68,8	65,7	73,1	108,2	47,1	43,6	49,3
2012	101,1	81,0	9,8	117,4	157,2	86,0	90,6	127,0	86,6	40,8	21,7	70,8	71,3	74,4	124,1	54,4	52,7	53,6
2013	101,5	78,4	10,0	123,7	175,1	93,9	93,5	132,6	111,7	38,1	23,1	73,0	73,5	74,5	129,0	71,7	55,4	57,0

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda por países.

- 1) Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP a su valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado. Los datos son estimaciones parciales.
- 2) Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes en países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

## 6.3 Variación de la deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación			Instrumentos financieros				Sectores tenedores			
		Necesidad de financiación <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>5)</sup>	Sectores tenedores		Otros acreedores <sup>6)</sup>
										IFM	Otras sociedades financieras	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	0,0	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,3	-0,4	1,6	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,4	5,2	0,1	0,0	0,1	0,6	2,7	2,0	1,5	1,2	-0,5	3,9
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	2,7	2,5	1,0	4,6
2010	7,6	7,8	-0,1	0,0	0,1	3,1	-0,7	5,2	5,0	3,3	1,6	2,6
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,0	0,9	1,1	1,2
2012	3,9	5,3	-1,4	0,0	0,1	2,0	-0,5	2,2	3,1	2,1	1,2	0,7
2013	2,8	2,8	-0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,5	3,6	1,3	0,3	1,1	1,5

### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variación de la deuda	Déficit (-)/superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda <sup>7)</sup>												
		Total	Operaciones con los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>8)</sup>	
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores <sup>9)</sup>	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	3,3	-2,5	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,4	-2,1	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,3	-6,4	1,0	1,0	0,3	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,0	0,5	1,0	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,2
2011	4,2	-4,1	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2
2012	3,9	-3,7	0,2	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,6	-0,2	0,3	-1,4	0,0	0,0	0,4
2013	2,8	-3,0	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,3

Fuente: BCE.

- Los datos son estimaciones parciales. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t). Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado.
- La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes en países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- Excluye los derivados financieros.

## 6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2007 IV	49,1	48,5	14,7	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,5
2008 I	42,5	42,2	10,9	12,4	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,3
II	45,3	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
III	43,4	43,0	12,1	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,4
IV	48,7	48,1	13,8	13,3	16,3	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 I	42,6	42,5	10,5	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,4
II	45,3	44,8	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
III	42,8	42,5	10,9	12,1	15,5	2,4	0,7	0,3	0,3	38,7
IV	48,5	47,7	12,9	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,4
2010 I	42,5	42,4	10,2	12,4	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,4
II	45,2	44,8	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,3
III	43,1	42,7	10,9	12,6	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
IV	48,3	47,6	13,1	13,2	16,4	2,8	1,0	0,7	0,3	43,0
2011 I	43,2	42,9	10,7	12,6	15,3	2,4	1,0	0,3	0,3	38,9
II	45,3	45,0	12,1	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,4
III	43,7	43,4	11,4	12,6	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
IV	49,0	47,9	13,3	13,2	16,6	2,8	1,0	1,1	0,4	43,6
2012 I	43,7	43,5	11,0	12,9	15,4	2,4	1,0	0,3	0,2	39,5
II	46,2	45,9	12,6	12,9	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,3
III	44,6	44,2	11,9	12,7	15,5	2,5	0,7	0,4	0,3	40,4
IV	50,2	49,5	14,0	13,6	16,9	2,9	1,0	0,7	0,3	44,9
2013 I	44,3	44,0	11,3	12,8	15,6	2,4	1,0	0,2	0,3	40,0
II	47,4	46,9	13,1	13,0	15,7	2,6	1,5	0,4	0,4	42,2
III	45,1	44,6	12,1	12,7	15,5	2,5	0,7	0,5	0,4	40,7
IV	50,2	49,5	14,2	13,7	16,9	2,8	0,9	0,7	0,3	45,1

### 2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subven- ciones	Inversión	Transf. de capital				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 IV	49,2	44,7	10,8	5,9	2,9	25,0	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	-0,1	2,8
2008 I	45,3	41,8	9,8	4,5	3,0	24,4	20,7	1,2	3,6	2,3	1,2	-2,9	0,1
II	45,9	42,3	10,3	5,0	3,3	23,8	20,7	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
III	45,7	42,0	9,8	5,0	3,0	24,3	21,1	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
IV	51,3	46,7	11,3	6,3	2,9	26,3	22,2	1,4	4,6	3,0	1,6	-2,7	0,2
2009 I	49,3	45,4	10,7	5,1	2,8	26,9	22,9	1,3	3,9	2,6	1,2	-6,7	-3,9
II	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,3	-2,3
III	50,0	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
IV	54,6	49,8	11,8	6,8	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,1	-3,3
2010 I	50,4	46,5	10,7	5,1	2,7	27,9	23,6	1,4	3,9	2,4	1,5	-7,9	-5,1
II	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,6	1,1	-4,5	-1,5
III	50,5	45,2	10,3	5,4	2,7	26,8	23,1	1,3	5,3	2,6	2,6	-7,4	-4,7
IV	53,5	48,8	11,5	6,7	2,9	27,7	23,6	1,5	4,7	2,7	2,0	-5,2	-2,3
2011 I	48,4	45,3	10,3	5,0	2,9	27,1	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,2	-2,4
II	48,5	45,3	10,7	5,3	3,2	26,1	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,2	0,0
III	48,0	44,5	10,1	5,3	2,9	26,3	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,4
IV	52,7	48,7	11,3	6,6	3,2	27,7	23,6	1,5	4,0	2,5	1,8	-3,8	-0,6
2012 I	48,1	45,4	10,2	4,9	3,0	27,3	23,2	1,2	2,7	1,9	0,8	-4,3	-1,4
II	49,2	45,9	10,6	5,3	3,3	26,7	23,2	1,1	3,3	2,1	1,2	-2,9	0,4
III	48,4	44,9	10,1	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,5	2,2	1,3	-3,8	-0,9
IV	53,9	48,7	11,1	6,5	3,2	27,9	24,0	1,4	5,2	2,4	2,8	-3,7	-0,5
2013 I	48,8	46,2	10,3	5,0	2,8	28,1	23,8	1,2	2,7	1,8	1,0	-4,6	-1,8
II	49,5	46,1	10,5	5,4	3,1	27,2	23,5	1,1	3,4	2,0	1,4	-2,2	0,9
III	48,5	45,3	10,0	5,3	2,8	27,2	23,5	1,2	3,2	2,1	1,0	-3,4	-0,6
IV	52,2	48,6	11,1	6,3	2,9	28,3	24,2	1,5	3,6	2,3	1,4	-2,1	0,9

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

## 6.5 Deuda trimestral y variación de la deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Deuda según los criterios de Maastricht por instrumento financiero

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2011 I	86,4	2,5	15,4	7,4	61,1
II	87,2	2,5	15,1	7,5	62,2
III	86,9	2,5	15,3	7,8	61,3
IV	87,4	2,5	15,5	7,4	62,0
2012 I	88,3	2,6	15,9	7,6	62,3
II	90,0	2,5	16,8	7,3	63,3
III	90,1	2,6	16,7	7,2	63,6
IV	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9
2013 I	92,4	2,6	17,1	7,0	65,7
II	93,5	2,5	17,0	6,9	67,0
III	92,7	2,6	16,8	6,9	66,5
IV	92,6	2,6	16,9	6,3	66,8

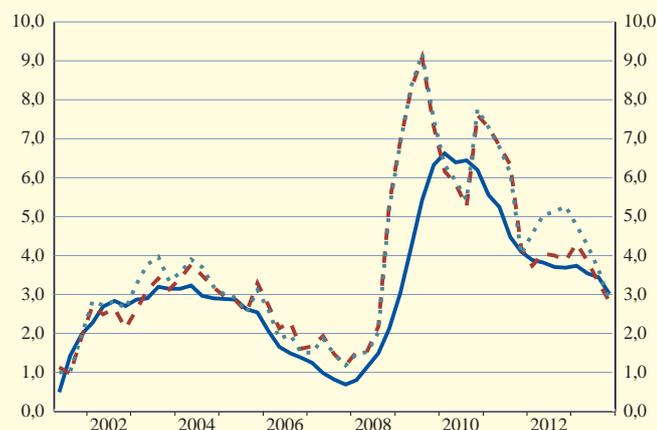
### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variación de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2011 I	6,9	-5,2	1,7	0,8	2,1	-0,8	-0,6	0,0	0,2	0,7	6,7
II	5,9	-3,2	2,7	2,5	2,8	0,6	-0,3	-0,5	0,2	0,0	5,7
III	0,9	-4,3	-3,4	-3,8	-3,7	-0,4	0,1	0,2	0,5	-0,1	0,3
IV	3,3	-3,8	-0,5	-0,6	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,3	3,5
2012 I	5,0	-4,3	0,6	3,4	4,1	-0,2	-0,5	0,0	-3,8	1,0	8,8
II	7,1	-2,9	4,2	4,0	1,8	1,0	0,5	0,7	-0,5	0,7	7,6
III	0,7	-3,8	-3,1	-2,1	-2,1	0,5	-0,6	0,1	-0,1	-0,9	0,7
IV	2,7	-3,7	-1,0	-0,4	-2,4	0,3	0,2	1,5	-1,3	0,7	4,0
2013 I	6,8	-4,6	2,2	1,6	1,5	-0,6	-0,2	0,9	0,0	0,6	6,8
II	5,2	-2,2	3,1	3,7	3,2	0,2	0,0	0,3	-0,3	-0,3	5,5
III	-1,4	-3,4	-4,8	-4,3	-3,4	-0,9	0,0	0,0	0,3	-0,7	-1,7
IV	0,8	-2,1	-1,3	-2,7	-3,1	0,2	-0,3	0,5	-0,1	1,6	0,9

### G30 Déficit, necesidad de financiación y variación de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

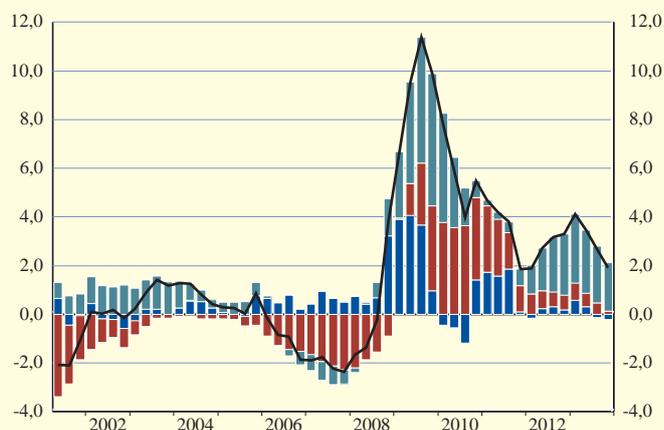
- Déficit
- - - Variación de la deuda
- ... Necesidad de financiación



### G31 Deuda según los criterios de Maastricht

(Variación interanual de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

- Ajuste entre déficit y deuda
- Déficit/superávit primario
- Diferencial entre crecimiento y tipos de interés
- Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado.



## TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

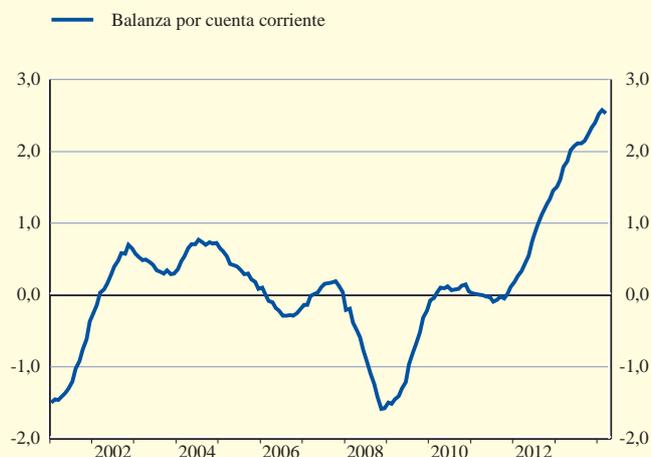
### 7.1 Resumen de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	12,1	0,9	77,9	39,6	-106,3	10,7	22,7	-50,9	-101,7	238,6	-5,6	-172,0	-10,3	28,2
2012	133,1	89,0	95,0	56,3	-107,3	6,5	139,6	-165,0	-71,6	95,4	5,3	-179,3	-15,0	25,5
2013	227,7	165,2	113,2	70,3	-121,1	20,1	247,8	-246,9	-24,9	105,8	18,2	-341,7	-4,4	-0,9
2013 I	28,6	29,3	19,0	22,3	-42,0	2,1	30,7	-23,2	-25,2	2,4	8,2	-8,6	-0,1	-7,5
II	60,1	49,9	30,3	10,0	-30,0	5,6	65,6	-72,2	22,0	44,0	-1,9	-135,1	-1,2	6,6
III	51,4	38,1	33,5	14,0	-34,1	4,6	56,0	-55,9	-12,7	4,9	7,6	-52,9	-2,9	-0,1
IV	87,6	48,0	30,5	24,0	-14,9	7,9	95,5	-95,6	-9,1	54,6	4,3	-145,1	-0,3	0,2
2014 I	41,6	35,1	25,0	21,4	-39,8	5,6	47,2	-41,5	-0,4	38,3	1,1	-78,7	-1,8	-5,7
2013 Mar	24,3	21,8	7,7	7,6	-12,9	0,7	25,1	-16,0	-15,5	-9,1	1,0	5,4	2,3	-9,1
Abr	15,7	16,0	8,3	1,8	-10,4	1,8	17,4	-22,1	-7,5	-6,4	-5,6	-2,5	0,0	4,7
May	13,3	16,5	9,5	-3,0	-9,7	2,7	16,0	-19,3	43,7	24,7	-8,6	-78,5	-0,6	3,3
Jun	31,1	17,4	12,5	11,2	-10,0	1,1	32,2	-30,8	-14,3	25,7	12,4	-54,0	-0,6	-1,4
Jul	25,7	18,7	13,1	5,1	-11,2	2,5	28,3	-28,6	6,9	-31,3	-2,0	-2,6	0,2	0,4
Ago	10,2	6,7	8,1	6,9	-11,6	1,5	11,7	-6,8	-0,3	18,8	6,7	-30,0	-2,0	-5,0
Sep	15,5	12,7	12,2	1,9	-11,3	0,5	16,0	-20,4	-19,3	17,4	2,9	-20,3	-1,1	4,5
Oct	26,3	17,7	10,0	6,6	-8,1	3,0	29,3	-18,8	20,4	-6,4	3,8	-37,5	0,9	-10,4
Nov	28,4	17,6	9,0	6,5	-4,7	2,3	30,7	-30,3	-19,8	57,0	-1,3	-66,4	0,2	-0,5
Dic	32,9	12,7	11,4	10,9	-2,1	2,6	35,5	-46,5	-9,7	3,9	1,8	-41,3	-1,3	11,0
2014 Ene	7,0	0,7	8,8	7,5	-10,0	1,0	8,0	-4,7	-9,1	19,3	-0,1	-12,1	-2,7	-3,3
Feb	13,8	15,5	9,0	6,5	-17,3	2,7	16,5	-12,2	30,8	26,6	2,7	-73,1	0,8	-4,3
Mar	20,9	18,9	7,2	7,4	-12,5	1,9	22,8	-24,6	-22,2	-7,6	-1,5	6,5	0,1	1,9
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2014 Mar	240,7	171,0	119,2	69,3	-118,9	23,6	264,3	-265,2	-0,1	141,7	11,1	-411,8	-6,2	0,9
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2014 Mar	2,5	1,8	1,2	0,7	-1,2	0,2	2,7	-2,7	0,0	1,5	0,1	-4,3	-0,1	0,0

### G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



### G33 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

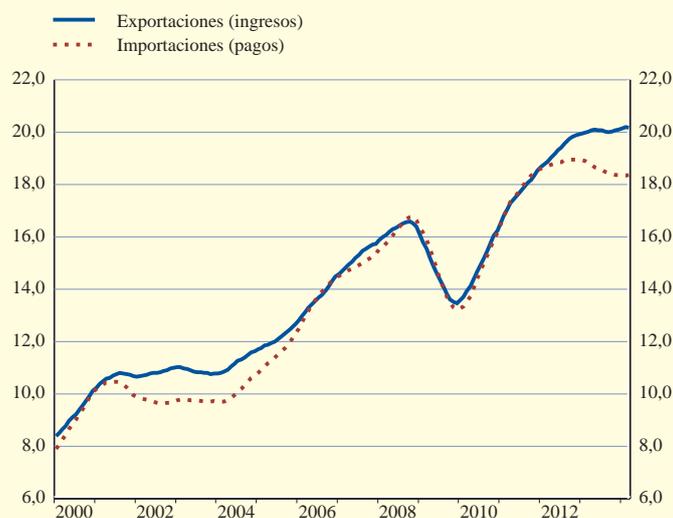
(mm de euros; transacciones)

### 1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Remesas de trabajadores	12	Remesas de trabajadores	13	14
2011	3.028,7	3.016,6	12,1	1.792,9	1.792,1	590,8	512,9	549,1	509,5	95,8	6,5	202,1	27,1	25,8	15,1
2012	3.222,8	3.089,7	133,1	1.921,5	1.832,5	633,6	538,5	569,1	512,8	98,6	6,8	205,9	26,0	30,6	24,1
2013	3.247,0	3.019,3	227,7	1.935,8	1.770,6	662,9	549,7	548,6	478,3	99,7	6,7	220,8	24,4	32,4	12,3
2013 I	777,4	748,8	28,6	470,6	441,3	146,5	127,5	132,5	110,2	27,7	1,6	69,7	5,9	6,2	4,1
II	824,8	764,8	60,1	489,6	439,8	166,5	136,2	148,9	139,0	19,8	1,8	49,8	6,1	7,9	2,3
III	807,2	755,7	51,4	479,6	441,5	176,8	143,3	133,2	119,2	17,6	1,7	51,7	6,3	6,7	2,2
IV	837,6	750,1	87,6	496,0	448,0	173,2	142,7	133,9	109,8	34,6	1,7	49,5	6,1	11,6	3,7
2014 I	786,4	744,8	41,6	476,7	441,6	156,1	131,1	125,0	103,6	28,6	.	68,5	.	8,0	2,4
2014 Ene	256,0	249,0	7,0	152,6	151,9	53,0	44,3	39,8	32,3	10,5	-	20,5	-	1,7	0,7
Feb	257,9	244,2	13,8	157,1	141,6	49,7	40,7	39,5	33,0	11,6	-	28,9	-	3,3	0,6
Mar	272,5	251,6	20,9	166,9	148,1	53,3	46,2	45,7	38,3	6,5	-	19,0	-	3,0	1,1
	<b>Datos desestacionalizados</b>														
2013 III	808,5	758,6	49,9	480,2	442,6	166,7	137,2	136,7	123,3	24,9	-	55,5	-	-	-
IV	819,1	752,8	66,3	491,7	445,5	169,9	138,7	132,5	115,6	25,0	-	53,0	-	-	-
2014 I	817,3	751,3	66,0	489,8	444,8	171,2	139,6	130,5	112,7	25,8	-	54,2	-	-	-
2014 Ene	273,2	247,8	25,4	164,3	148,6	57,5	45,9	42,9	35,7	8,5	-	17,6	-	-	-
Feb	273,5	251,7	21,8	164,6	149,1	57,5	45,9	43,0	38,2	8,4	-	18,4	-	-	-
Mar	270,6	251,8	18,8	160,9	147,1	56,2	47,8	44,6	38,8	8,8	-	18,1	-	-	-
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2014 Mar	3.261,9	3.018,0	244,0	1.948,0	1.773,7	673,5	554,1	540,6	472,0	99,8	-	218,1	-	-	-
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2014 Mar	33,8	31,3	2,5	20,2	18,4	7,0	5,7	5,6	4,9	1,0	-	2,3	-	-	-

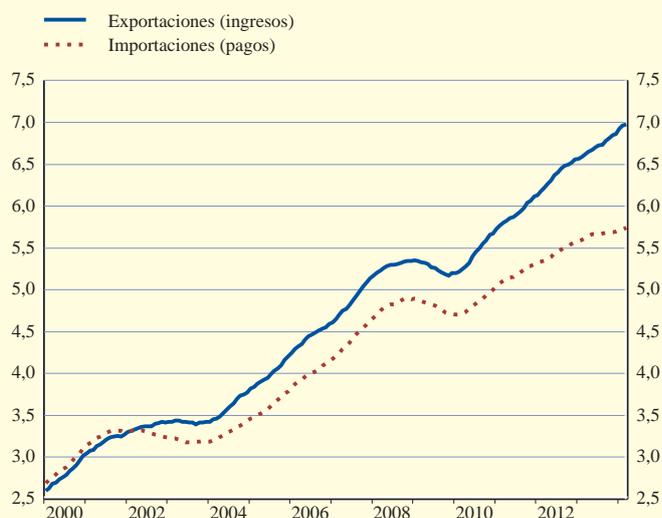
### G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



### G35 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

### 2. Cuenta de rentas

(transacciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones			Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2011	27,4	12,8	521,7	496,7	269,2	58,8	171,1	57,3	40,4	35,2	36,2	99,5	98,2	121,9	77,7	69,0
2012	30,1	13,5	539,0	499,3	281,2	44,2	158,5	19,3	50,2	64,0	42,4	104,6	99,7	115,1	65,6	57,1
2013	29,9	13,9	518,6	464,3	268,2	46,0	143,2	36,7	45,8	58,8	44,8	104,4	99,2	107,9	60,6	49,9
2012 IV	8,5	3,4	133,6	117,0	72,0	5,6	37,7	-11,5	13,6	17,9	7,9	20,7	24,8	27,3	15,3	13,5
2013 I	7,3	2,6	125,3	107,6	66,1	25,6	35,8	15,8	11,4	14,4	7,8	17,7	24,6	27,3	15,4	12,5
II	7,5	3,6	141,4	135,3	72,5	1,9	35,6	2,8	11,6	14,4	15,0	44,1	25,1	27,3	17,2	14,0
III	7,4	4,1	125,8	115,2	63,8	17,0	37,6	16,1	11,1	14,6	12,3	24,6	24,8	27,0	13,9	11,5
IV	7,8	3,6	126,1	106,3	65,9	1,5	34,3	2,0	11,7	15,5	9,7	18,1	24,7	26,4	14,1	12,0

### 3. Desagregación geográfica

(transacciones acumuladas)

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
I 2013 a IV 2013	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Ingresos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	3.247,0	1.012,9	55,9	100,4	490,7	301,3	64,6	66,0	47,8	161,6	38,3	69,0	124,6	274,2	443,0	1.009,7
Bienes	1.935,8	601,0	36,4	58,9	267,8	237,6	0,2	34,0	24,4	121,3	27,5	43,7	86,7	128,1	224,2	644,8
Servicios	662,9	204,1	12,8	21,1	127,8	35,5	6,8	10,8	11,0	24,8	8,3	15,1	22,0	64,4	101,6	200,9
Rentas	548,6	143,7	5,7	18,2	83,7	24,8	11,4	20,8	11,7	14,8	2,2	9,3	15,0	72,2	110,7	148,2
Rentas de la inversión	518,6	135,8	4,8	18,1	81,9	24,1	6,9	20,8	11,6	14,7	2,2	9,2	15,0	56,5	109,2	143,6
Tranferencias corrientes	99,7	64,1	1,0	2,2	11,4	3,3	46,2	0,5	0,7	0,8	0,2	1,0	0,9	9,4	6,6	15,7
<b>Cuenta de capital</b>	32,4	27,7	0,0	0,0	1,2	0,2	26,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	1,1	0,4	2,9
<b>Pagos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	3.019,3	947,6	48,1	95,3	407,2	278,7	118,3	40,4	30,4	-	35,1	91,1	156,7	230,1	397,1	-
Bienes	1.770,6	501,7	31,0	52,1	198,1	220,6	0,0	26,2	14,6	197,2	26,0	43,3	140,1	106,2	150,9	564,4
Servicios	549,7	160,3	8,3	16,5	92,8	42,4	0,3	5,3	7,3	16,2	7,3	8,9	10,9	51,2	112,2	170,1
Rentas	478,3	151,1	7,6	24,8	104,4	9,8	4,6	7,6	6,7	-	0,9	38,1	4,5	63,0	127,2	-
Rentas de la inversión	464,3	143,7	7,5	24,7	102,8	4,2	4,6	7,5	6,5	-	0,7	38,0	4,3	62,6	126,1	-
Tranferencias corrientes	220,8	134,5	1,3	1,9	11,9	5,9	113,4	1,3	1,9	2,6	0,9	0,7	1,1	9,8	6,9	61,1
<b>Cuenta de capital</b>	12,3	5,2	0,0	0,0	4,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,7	0,5	4,8
<b>Neto</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	227,7	65,3	7,8	5,2	83,5	22,5	-53,7	25,6	17,3	-	3,1	-22,1	-32,1	44,0	45,9	-
Bienes	165,2	99,3	5,4	6,9	69,8	17,1	0,2	7,8	9,8	-75,9	1,6	0,4	-53,4	21,9	73,3	80,4
Servicios	113,2	43,8	4,6	4,6	35,0	-6,9	6,5	5,4	3,7	8,6	1,0	6,2	11,0	13,3	-10,6	30,9
Rentas	70,3	-7,4	-1,9	-6,6	-20,7	14,9	6,8	13,2	5,0	-	1,3	-28,9	10,5	9,2	-16,5	-
Rentas de la inversión	54,3	-7,9	-2,7	-6,6	-21,0	20,0	2,4	13,3	5,1	-	1,5	-28,8	10,6	-6,1	-16,9	-
Tranferencias corrientes	-121,1	-70,4	-0,3	0,3	-0,5	-2,6	-67,2	-0,8	-1,2	-1,8	-0,7	0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-45,4
<b>Cuenta de capital</b>	20,1	22,6	0,0	0,0	-3,2	-0,3	26,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-1,9

Fuente: BCE.

## 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones y otros flujos en el período)

### 1. Resumen de la cuenta financiera

	Total <sup>1)</sup>			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2010	15.183,6	16.453,3	-1.269,7	165,3	179,1	-13,8	4.928,8	3.895,5	4.901,4	7.429,6	-45,0	4.807,2	5.128,2	591,2
2011	15.986,5	17.440,9	-1.454,4	169,3	184,7	-15,4	5.708,5	4.414,6	4.738,4	7.741,7	-54,8	4.927,3	5.284,5	667,1
2012	16.920,5	18.174,3	-1.253,8	178,0	191,2	-13,2	6.125,7	4.634,2	5.254,8	8.423,6	-46,9	4.897,5	5.116,5	689,4
2013 II	17.005,4	18.309,3	-1.303,9	178,5	192,2	-13,7	6.230,1	4.739,6	5.351,8	8.539,6	-50,4	4.909,5	5.030,0	564,3
III	16.961,7	18.238,3	-1.276,7	177,3	190,7	-13,3	6.181,1	4.719,8	5.453,6	8.680,2	-41,5	4.781,8	4.838,3	586,8
IV	16.970,8	18.135,2	-1.164,4	176,7	188,9	-12,1	6.266,8	4.764,7	5.537,9	8.801,1	-38,1	4.662,1	4.569,5	542,1
<b>Variaciones de los saldos vivos</b>														
2010	1.447,9	1.226,4	221,6	15,8	13,4	2,4	518,3	359,3	557,8	585,9	-26,7	269,7	281,2	128,8
2011	802,9	987,6	-184,7	8,5	10,5	-2,0	779,7	519,1	-163,0	312,2	-9,7	120,0	156,4	75,9
2012	934,0	733,4	200,6	9,8	7,7	2,1	417,2	219,5	516,3	681,9	7,9	-29,7	-168,0	22,3
2013	50,4	-39,0	89,4	0,5	-0,4	0,9	141,1	130,5	283,2	377,4	8,7	-235,4	-547,0	-147,3
2013 III	-43,7	-70,9	27,2	-1,8	-3,0	1,1	-49,1	-19,8	101,7	140,6	8,9	-127,7	-191,7	22,4
IV	9,2	-103,1	112,3	0,4	-4,2	4,5	85,8	44,9	84,4	120,9	3,4	-119,7	-268,9	-44,7
<b>Transacciones</b>														
2010	639,5	626,1	13,4	7,0	6,8	0,1	352,0	274,6	131,4	211,6	-10,2	155,8	139,9	10,5
2011	660,8	609,9	50,9	7,0	6,5	0,5	500,9	399,1	-53,7	184,9	5,6	197,8	25,8	10,3
2012	579,1	414,1	165,0	6,1	4,4	1,7	410,1	338,6	194,3	289,7	-5,3	-34,9	-214,2	15,0
2013	498,1	251,2	246,9	5,2	2,6	2,6	324,2	299,2	250,2	356,0	-18,2	-62,4	-404,0	4,4
2013 III	32,4	-23,5	55,9	1,3	-1,0	2,3	50,4	37,7	69,1	74,1	-7,6	-82,4	-135,3	2,9
IV	177,6	82,0	95,6	7,2	3,3	3,9	151,9	142,8	50,4	104,9	-4,3	-20,6	-165,7	0,3
2014 I	171,2	129,7	41,5	7,2	5,5	1,8	-21,6	-22,0	45,9	84,2	-1,1	146,2	67,5	1,8
2013 Nov	71,8	41,5	30,3	-	-	-	24,5	4,7	19,1	76,2	1,3	27,0	-39,4	-0,2
Dic	-131,3	-177,9	46,5	-	-	-	-31,0	-40,7	20,6	24,5	-1,8	-120,4	-161,7	1,3
2014 Ene	173,3	168,6	4,7	-	-	-	25,0	16,0	17,6	36,9	0,1	127,8	115,7	2,7
Feb	11,8	-0,4	12,2	-	-	-	-46,5	-15,7	14,6	41,2	-2,7	47,3	-25,8	-0,8
Mar	-13,9	-38,6	24,6	-	-	-	-0,1	-22,2	13,6	6,0	1,5	-28,8	-22,3	-0,1
<b>Otros flujos</b>														
2009	571,4	503,0	68,4	6,4	5,6	0,8	146,5	29,8	417,6	552,1	1,1	-86,8	-78,9	93,0
2010	808,4	600,3	208,1	8,8	6,5	2,3	166,3	84,6	426,4	374,3	-16,5	113,9	141,4	118,3
2011	142,1	377,7	-235,7	1,5	4,0	-2,5	278,8	120,0	-109,3	127,2	-15,3	-77,8	130,5	65,6
2012	354,9	319,3	35,6	3,7	3,4	0,4	7,1	-119,1	322,1	392,2	13,2	5,2	46,2	7,3
<b>Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio</b>														
2009	-49,2	-56,2	6,9	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,3	-29,8	-34,3	.	-11,5	-27,2	-2,7
2010	477,9	325,2	152,7	5,2	3,5	1,7	143,4	35,0	160,0	128,7	.	161,3	161,5	13,3
2011	214,1	176,0	38,1	2,3	1,9	0,4	70,5	18,1	72,9	66,6	.	63,2	91,3	7,5
2012	-87,8	-91,6	3,8	-0,9	-1,0	0,0	-23,0	-6,0	-41,1	-37,1	.	-17,0	-48,5	-6,6
<b>Otros flujos debidos a variaciones de los precios</b>														
2009	618,1	491,5	126,6	6,9	5,5	1,4	147,5	29,4	423,6	462,1	1,2	.	.	45,8
2010	304,1	150,1	154,0	3,3	1,6	1,7	33,2	-0,8	185,5	150,9	-16,2	.	.	101,7
2011	-127,9	-253,3	125,4	-1,4	-2,7	1,3	-38,1	7,1	-133,7	-260,4	-15,3	.	.	59,3
2012	265,3	590,2	-324,9	2,8	6,2	-3,4	39,6	-6,5	195,6	596,7	13,2	.	.	16,9
<b>Otros flujos debidos a otros ajustes</b>														
2009	1,4	68,3	-66,9	0,0	0,8	-0,7	3,4	-4,6	24,0	124,5	.	-75,6	-51,6	49,7
2010	26,3	125,3	-99,1	0,3	1,4	-1,1	-10,6	50,7	80,9	95,0	.	-47,4	-20,3	3,4
2011	59,0	433,2	-374,2	0,6	4,6	-4,0	247,0	94,9	-45,7	299,3	.	-141,0	39,0	-1,2
2012	177,4	-157,3	334,7	1,9	-1,7	3,5	-9,5	-106,5	167,6	-145,7	.	22,3	94,9	-2,9
<b>Tasas de crecimiento de los saldos vivos</b>														
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,8	8,8	2,4	5,7	.	-9,9	-12,5	-1,3
2010	4,5	4,0	-	.	.	.	7,7	7,5	2,9	3,0	.	3,4	2,8	2,0
2011	4,4	3,7	-	.	.	.	10,2	10,2	-1,2	2,5	.	4,2	0,6	1,6
2012	3,6	2,4	-	.	.	.	7,2	7,7	4,0	3,7	.	-0,7	-4,0	2,2
2013 III	1,9	0,4	-	.	.	.	4,4	4,2	5,6	5,1	.	-3,9	-9,9	1,1
IV	3,0	1,4	-	.	.	.	5,3	6,5	4,8	4,2	.	-1,3	-7,9	0,7
2014 I	2,8	1,2	.	.	.	.	4,1	5,4	3,5	3,9	.	0,9	-7,1	1,1

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

### 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

#### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2011	5.708,5	4.281,3	283,1	3.998,2	1.427,2	13,3	1.413,9	4.414,6	3.135,2	101,6	3.033,6	1.279,5	11,3	1.268,2
2012	6.125,7	4.562,5	288,8	4.273,8	1.563,1	12,0	1.551,1	4.634,2	3.231,7	109,2	3.122,5	1.402,5	11,3	1.391,2
2013 III	6.181,1	4.584,5	275,1	4.309,4	1.596,6	12,2	1.584,4	4.719,8	3.279,8	110,4	3.169,5	1.439,9	12,0	1.427,9
IV	6.266,8	4.686,1	273,1	4.413,0	1.580,7	12,6	1.568,1	4.764,7	3.357,2	109,5	3.247,7	1.407,5	12,3	1.395,2
<b>Transacciones</b>														
2011	500,9	430,1	25,1	405,0	70,7	-3,2	73,9	399,1	361,9	10,5	351,4	37,3	0,6	36,6
2012	410,1	275,7	-3,1	278,8	134,4	-0,3	134,7	338,6	253,1	8,0	245,2	85,4	0,1	85,4
2013	324,2	290,7	6,7	284,1	33,4	0,9	32,5	299,2	288,8	7,5	281,2	10,5	1,3	9,2
2013 III	50,4	53,7	1,1	52,6	-3,3	0,1	-3,4	37,7	36,2	1,8	34,4	1,5	-0,1	1,6
IV	151,9	180,3	4,0	176,3	-28,4	0,5	-28,9	142,8	163,8	2,2	161,7	-21,0	0,5	-21,5
2014 I	-21,6	-38,8	3,3	-42,1	17,2	1,0	16,1	-22,0	-25,8	2,2	-28,0	3,8	-3,6	7,4
2013 Nov	24,5	6,4	0,8	5,6	18,0	-0,1	18,1	4,7	66,0	1,3	64,7	-61,3	-0,2	-61,1
Dic	-31,0	2,4	3,4	-1,0	-33,4	0,6	-34,0	-40,7	23,6	0,6	23,0	-64,3	0,7	-65,0
2014 Ene	25,0	19,3	-0,4	19,8	5,7	0,4	5,2	16,0	14,9	1,2	13,7	1,1	-3,1	4,2
Feb	-46,5	-50,8	4,2	-55,0	4,3	0,5	3,8	-15,7	-18,1	0,5	-18,6	2,4	-0,2	2,7
Mar	-0,1	-7,3	-0,4	-6,9	7,2	0,1	7,1	-22,2	-22,6	0,4	-23,1	0,4	-0,2	0,6
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2011	10,2	11,2	9,4	11,4	6,5	-20,1	6,9	10,2	12,3	10,9	12,3	3,8	0,9	3,8
2012	7,2	6,4	-1,1	7,0	9,5	-2,5	9,6	7,7	8,2	7,9	8,2	6,7	0,4	6,7
2013 III	4,4	3,6	0,7	3,8	7,0	4,1	7,0	4,2	5,4	6,1	5,4	1,3	1,9	1,3
IV	5,3	6,4	2,4	6,7	2,1	7,5	2,0	6,5	9,0	7,0	9,1	0,7	11,5	0,6
2014 I	4,1	4,5	4,1	4,5	2,8	6,8	2,8	5,4	7,2	6,5	7,2	1,2	-25,4	1,4

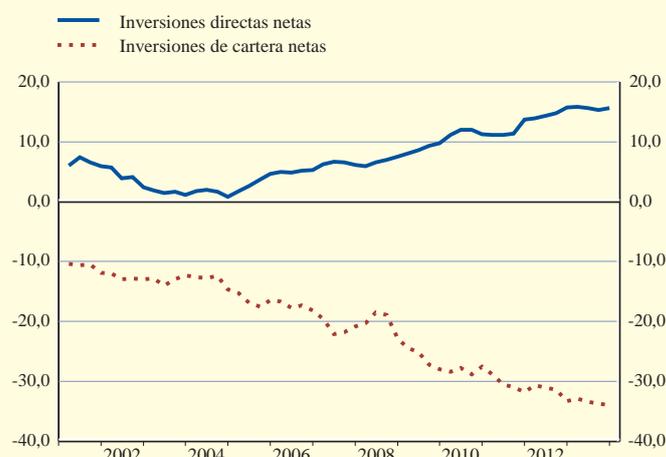
#### G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

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



#### G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

#### 3. Inversiones de cartera: Activos

	Valores distintos de acciones															
	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total	IFM		No IFM		Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
				Euro-sistema	AAPP		AAPP	Total	IFM	No IFM	AAPP	Total	IFM	No IFM	AAPP	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>																
2011	4.738,4	1.703,8	59,3	2,6	1.644,5	39,4	2.569,1	721,4	16,1	1.847,7	96,0	465,5	302,5	58,8	163,1	0,5
2012	5.254,8	1.952,0	70,1	2,8	1.881,8	42,5	2.840,7	674,2	15,6	2.166,5	97,8	462,1	288,0	53,8	174,1	1,4
2013 III	5.453,6	2.172,4	114,1	3,1	2.058,2	48,5	2.817,9	617,0	16,5	2.200,8	94,2	463,3	290,0	58,4	173,3	0,1
IV	5.537,9	2.284,3	123,0	3,4	2.161,3	48,3	2.803,8	601,9	17,0	2.201,9	89,1	449,9	288,5	55,0	161,4	0,0
<b>Transacciones</b>																
2011	-53,7	-66,3	-10,7	-0,2	-55,6	-7,3	-21,8	-60,6	0,1	38,8	-2,8	34,4	26,2	10,4	8,2	0,2
2012	194,3	58,0	3,0	0,1	55,0	0,2	133,9	-38,5	-1,0	172,4	-8,4	2,4	-18,0	2,3	20,4	0,1
2013	250,2	163,4	39,8	0,5	123,6	3,6	78,9	-47,7	1,7	126,6	-6,6	7,9	13,3	14,8	-5,4	-0,7
2013 III	69,1	45,9	16,4	0,0	29,5	0,1	21,0	-13,0	0,7	34,0	-1,6	2,2	8,5	-2,4	-6,3	0,0
IV	50,4	39,4	5,7	0,3	33,7	-0,8	12,6	-10,3	0,6	22,9	-4,1	-1,7	5,7	2,0	-7,3	-0,1
2014 I	45,9	8,8	-17,0	-0,2	25,8	.	26,2	3,9	0,5	22,2	.	10,9	-3,3	1,0	14,2	.
2013 Nov	19,1	9,2	5,3	0,3	3,9	.	10,9	-3,7	0,3	14,6	.	-1,0	2,2	5,2	-3,2	.
Dic	20,6	14,5	-1,6	0,0	16,1	.	-0,3	-4,4	0,2	4,0	.	6,4	12,0	2,5	-5,6	.
2014 Ene	17,6	6,8	-1,2	0,0	8,1	.	2,9	3,8	0,1	-0,9	.	7,9	3,0	2,1	4,9	.
Feb	14,6	-4,1	-19,8	-0,1	15,7	.	9,7	2,4	0,1	7,3	.	9,0	-1,2	-1,7	10,2	.
Mar	13,6	6,1	4,0	-0,2	2,1	.	13,6	-2,3	0,3	15,9	.	-6,0	-5,2	0,6	-0,9	.
<b>Tasas de crecimiento</b>																
2011	-1,2	-3,9	-15,2	-7,2	-3,4	-15,9	-0,9	-7,7	-0,2	2,2	-2,9	8,4	8,6	25,5	8,0	120,3
2012	4,0	3,2	5,0	3,0	3,1	0,1	5,1	-5,4	-6,3	9,0	-8,1	0,5	-5,5	3,7	12,6	29,8
2013 III	5,6	9,7	73,5	5,8	7,6	13,0	4,1	-4,6	10,8	6,8	-6,0	-1,9	-4,0	37,6	2,3	-56,3
IV	4,8	8,2	54,2	16,1	6,4	8,4	2,8	-7,2	11,3	5,9	-6,8	1,7	4,7	29,3	-3,2	-90,8
2014 I	3,5	5,2	11,0	4,6	4,9	.	2,5	-4,1	7,2	4,5	.	2,5	1,8	30,2	3,7	.

#### 4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Valores distintos de acciones													
	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones									
		Total	IFM		No IFM		Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario		
				Euro-sistema	AAPP		AAPP	Total	IFM	No IFM	AAPP	Total	IFM	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2011	7.741,7	3.074,9	562,0	2.512,9	4.222,4	1.254,8	2.967,6	1.722,8	444,4	92,4	352,0	306,8		
2012	8.423,6	3.524,4	543,2	2.981,1	4.446,3	1.202,4	3.243,9	1.930,5	452,9	91,7	361,2	286,2		
2013 III	8.680,2	3.809,0	535,2	3.273,8	4.352,4	1.119,7	3.232,7	1.924,6	518,9	130,4	388,5	314,7		
IV	8.801,1	3.964,7	536,8	3.427,9	4.368,4	1.104,1	3.264,3	1.954,0	468,0	116,6	351,4	284,2		
<b>Transacciones</b>														
2011	184,9	64,4	18,9	45,5	165,3	-15,9	181,2	101,1	-44,8	-4,5	-40,3	-42,1		
2012	289,7	164,9	-16,3	181,3	128,8	-78,9	207,6	163,6	-4,0	5,9	-10,0	-27,4		
2013	356,0	236,6	-21,3	257,9	80,6	-48,5	129,1	99,1	38,8	30,9	7,9	15,2		
2013 III	74,1	44,4	11,2	33,2	-14,2	-22,0	7,9	6,3	43,8	23,5	20,2	20,5		
IV	104,9	58,4	-7,0	65,3	90,4	9,8	80,5	62,2	-43,8	-11,0	-32,8	-29,6		
2014 I	84,2	54,8	14,4	40,5	30,4	-16,2	46,5	.	-1,0	10,3	-11,3	.		
2013 Nov	76,2	20,2	1,4	18,8	55,7	2,9	52,8	.	0,3	0,9	-0,6	.		
Dic	24,5	41,5	2,0	39,5	8,4	-4,0	12,3	.	-25,3	-10,6	-14,7	.		
2014 Ene	36,9	14,8	9,7	5,1	-4,5	-7,3	2,7	.	26,7	23,2	3,5	.		
Feb	41,2	9,3	7,6	1,7	52,1	-4,5	56,6	.	-20,2	-6,9	-13,3	.		
Mar	6,0	30,7	-2,9	33,7	-17,2	-4,5	-12,7	.	-7,5	-6,0	-1,4	.		
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2011	2,5	2,0	3,0	1,6	4,5	-1,2	7,2	6,5	-8,7	1,0	-10,2	-12,4		
2012	3,7	5,2	-3,0	6,8	3,0	-6,3	7,0	9,5	-0,8	6,2	-2,7	-8,7		
2013 III	5,1	7,4	-4,3	9,7	1,3	-5,5	3,8	4,4	25,4	60,2	16,8	14,9		
IV	4,2	6,6	-3,9	8,5	1,8	-4,0	4,0	5,2	8,4	32,2	2,1	5,1		
2014 I	3,9	6,1	0,3	7,1	2,5	-4,3	5,0	.	-0,8	19,5	-7,0	.		

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

#### 5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2011	4.927,3	36,2	35,5	0,7	3.069,9	3.008,1	61,8	162,5	6,8	116,1	30,2	1.658,7	248,5	1.217,4	520,9
2012	4.897,5	40,9	40,2	0,7	2.926,0	2.855,7	70,3	168,0	5,3	121,4	29,2	1.762,7	254,0	1.306,6	567,8
2013 III	4.781,8	25,2	24,5	0,7	2.848,5	2.764,3	84,3	149,1	5,0	101,9	22,7	1.759,0	246,6	1.259,1	543,1
IV	4.662,1	16,1	15,5	0,6	2.754,5	2.723,4	31,1	156,6	4,1	109,4	26,9	1.734,9	246,3	1.259,4	538,0
Transacciones															
2011	197,8	-3,1	-3,1	0,1	51,7	21,7	29,9	4,3	-0,3	4,0	10,3	145,0	8,6	112,2	41,4
2012	-34,9	5,2	5,2	0,0	-121,0	-128,1	7,1	6,2	-1,5	6,3	-1,0	74,5	8,3	38,2	5,0
2013	-62,4	-19,8	-19,8	0,0	-53,1	-69,8	16,7	-10,7	-1,3	-11,8	-2,4	21,2	3,2	-20,7	5,9
2013 III	-82,4	6,2	6,2	0,0	-65,5	-88,4	22,9	-1,7	-0,1	-1,8	-1,2	-21,4	-2,2	-20,4	-12,1
IV	-20,6	-8,3	-8,3	0,0	-12,8	-7,8	-5,0	5,9	-0,9	5,7	4,2	-5,4	1,3	-9,6	-10,8
2014 I	146,2	-6,7	.	.	144,3	.	.	0,5	.	.	5,2	8,1	.	.	25,1
2013 Nov	27,0	-5,1	.	.	2,8	.	.	5,1	.	.	3,9	24,2	.	.	24,1
Dic	-120,4	1,2	.	.	-92,6	.	.	-0,6	.	.	-1,7	-28,4	.	.	-34,4
2014 Ene	127,8	-3,3	.	.	134,0	.	.	-2,0	.	.	-0,2	-0,9	.	.	7,8
Feb	47,3	0,1	.	.	30,8	.	.	1,5	.	.	4,2	14,9	.	.	13,7
Mar	-28,8	-3,5	.	.	-20,5	.	.	1,0	.	.	1,2	-5,9	.	.	3,7
Tasas de crecimiento															
2011	4,2	-6,3	-6,4	8,8	1,9	0,9	76,8	2,9	-3,3	4,1	51,5	9,1	4,0	9,0	9,8
2012	-0,7	13,0	13,2	1,0	-3,9	-4,2	12,2	4,0	-22,2	5,7	-3,3	4,5	3,4	3,2	1,1
2013 III	-3,9	-13,1	-13,4	3,3	-5,0	-5,6	19,1	2,3	-5,7	0,2	-9,5	-2,3	-0,3	-4,8	-7,4
IV	-1,3	-49,5	-50,4	3,2	-1,8	-2,5	23,7	-6,3	-24,0	-9,7	-8,1	1,2	1,3	-1,6	0,8
2014 I	0,9	-64,4	.	.	2,8	.	.	0,0	.	.	33,1	-0,9	.	.	1,5

#### 6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2011	5.284,5	410,3	407,5	2,8	3.221,8	3.154,9	66,9	229,3	0,1	222,3	6,9	1.423,2	227,2	1.014,5	181,5
2012	5.116,5	423,9	423,0	0,9	2.976,1	2.893,4	82,8	231,6	0,1	224,0	7,5	1.484,8	229,7	1.023,8	231,3
2013 III	4.838,3	360,7	359,2	1,6	2.740,9	2.659,9	81,0	229,6	0,2	222,8	6,6	1.507,1	229,3	1.006,6	271,3
IV	4.569,5	340,6	340,1	0,6	2.531,2	2.512,9	18,4	222,5	0,2	215,1	7,3	1.475,1	230,5	1.003,8	240,7
Transacciones															
2011	25,8	134,8	135,0	-0,2	-289,9	-328,6	38,6	74,2	0,0	74,2	0,0	106,8	10,6	75,9	20,3
2012	-214,2	18,4	20,2	-1,8	-232,8	-250,0	17,2	2,5	0,0	1,5	1,0	-2,3	7,3	-10,0	0,4
2013	-404,0	-78,8	-78,4	-0,4	-321,6	-322,7	1,0	-4,4	0,0	-4,2	-0,2	0,8	5,2	0,2	-4,7
2013 III	-135,3	-10,2	-10,3	0,2	-102,0	-124,4	22,4	5,3	0,0	5,1	0,1	-28,3	0,6	-28,3	-0,7
IV	-165,7	-17,6	-16,6	-1,0	-126,5	-123,5	-3,0	-8,9	0,0	-9,0	0,1	-12,6	2,3	-2,4	-12,5
2014 I	67,5	-30,1	.	.	77,7	.	.	2,0	.	.	.	18,0	.	.	.
2013 Nov	-39,4	-9,4	.	.	-28,3	.	.	-0,7	.	.	.	-1,1	.	.	.
Dic	-161,7	1,4	.	.	-149,3	.	.	-4,6	.	.	.	-9,3	.	.	.
2014 Ene	115,7	-6,5	.	.	112,6	.	.	0,7	.	.	.	8,9	.	.	.
Feb	-25,8	-13,3	.	.	-17,3	.	.	1,2	.	.	.	3,5	.	.	.
Mar	-22,3	-10,4	.	.	-17,6	.	.	0,0	.	.	.	5,5	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2011	0,6	50,4	51,0	.	-8,3	-9,6	90,6	48,8	.	50,9	-0,6	9,0	5,2	8,9	14,0
2012	-4,0	4,6	5,1	.	-7,2	-7,9	25,8	1,1	.	0,7	15,6	0,0	3,2	-0,9	1,4
2013 III	-9,9	-15,1	-15,2	.	-12,8	-13,3	9,2	-0,8	.	-0,9	1,6	-4,2	1,7	-4,5	-8,6
IV	-7,9	-18,5	-18,5	.	-10,9	-11,2	1,8	-2,0	.	-2,0	-1,3	0,1	2,3	0,0	-0,9
2014 I	-7,1	-20,2	.	.	-8,1	.	.	-0,8	.	.	.	-2,9	.	.	.

Fuente: BCE.

## 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

### 7. Activos de reserva <sup>1)</sup>

	Activos de reserva													Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>																	
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0
2013 II	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,3	7,8	151,6	0,2	133,8	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2
III	586,8	340,5	346,674	50,5	30,5	164,3	5,1	9,3	149,7	0,2	134,0	15,5	0,2	0,9	21,5	-29,4	53,6
IV	542,0	301,9	346,566	50,1	28,9	160,0	6,6	5,7	147,4	0,2	135,8	11,4	0,3	1,0	22,5	-30,1	52,7
2014 Mar	570,2	324,9	346,792	50,2	28,2	165,9	6,1	7,7	152,0	0,3	139,5	12,1	0,1	1,0	22,9	-31,1	52,8
Abr	568,0	322,6	346,790	50,4	28,8	165,2	5,2	8,0	151,9	0,3	135,4	16,2	0,1	1,0	24,2	-32,2	52,8
<b>Transacciones</b>																	
2011	10,3	0,0	-	-1,6	13,0	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,1	0,0	-	-	-
2012	15,0	0,0	-	-0,3	2,1	12,5	1,8	1,2	9,1	-0,4	0,4	9,1	0,4	0,7	-	-	-
2013	4,4	0,0	-	-0,6	-1,7	6,3	0,2	-2,6	9,6	0,0	15,8	-6,2	-1,0	0,4	-	-	-
2013 III	2,9	0,0	-	-0,2	-0,6	3,6	-0,2	1,7	2,2	0,0	4,0	-1,7	-0,1	0,0	-	-	-
IV	0,3	0,0	-	0,4	-1,2	1,0	1,5	-3,3	2,9	0,0	6,1	-3,3	-0,1	0,1	-	-	-
2014 I	1,8	.	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-
<b>Tasas de crecimiento</b>																	
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,5	-5,2	10,2	-24,6	-	-	-	-	-
2011	1,6	0,0	-	-3,0	83,3	-1,3	-30,0	-52,7	6,8	27,4	14,2	-45,3	-	-	-	-	-
2012	2,2	0,0	-	-0,5	7,1	8,0	41,6	15,2	6,3	-53,5	0,2	82,5	-	-	-	-	-
2013 III	1,1	0,0	-	-1,3	-6,2	5,8	-13,6	22,4	6,2	0,0	7,1	-0,6	-	-	-	-	-
IV	0,7	0,0	-	-1,1	-5,5	3,8	2,2	-29,6	6,5	0,1	12,3	-33,1	-	-	-	-	-
2014 I	1,1	.	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-	-	-

### 8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos					Por sectores (excluidas inversiones directas)				
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>											
2010	10.848,6	4.724,7	441,4	3.756,0	203,3	200,2	1.523,0	2.067,8	270,3	4.751,7	2.235,8
2011	11.972,5	4.799,2	444,4	4.222,4	227,3	258,0	2.021,1	2.258,8	410,3	4.569,0	2.713,2
2012	12.245,7	4.564,1	452,9	4.446,3	229,8	322,5	2.230,0	2.448,4	423,9	4.270,2	2.873,3
2013 II	12.211,3	4.451,7	483,8	4.406,0	230,5	347,8	2.291,5	2.454,0	374,2	4.134,7	2.956,9
III	11.982,3	4.248,5	518,9	4.352,4	229,4	360,4	2.272,7	2.468,8	360,7	3.991,0	2.889,0
IV	11.625,6	4.071,9	468,0	4.368,4	230,7	266,9	2.219,8	2.460,8	340,6	3.751,9	2.852,6
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>											
2010	118,2	51,5	4,8	40,9	2,2	2,2	16,6	22,5	2,9	51,8	24,4
2011	126,8	50,8	4,7	44,7	2,4	2,7	21,4	23,9	4,3	48,4	28,7
2012	128,8	48,0	4,8	46,8	2,4	3,4	23,5	25,8	4,5	44,9	30,2
2013 II	128,0	46,7	5,1	46,2	2,4	3,6	24,0	25,7	3,9	43,3	31,0
III	125,2	44,4	5,4	45,5	2,4	3,8	23,7	25,8	3,8	41,7	30,2
IV	121,0	42,4	4,9	45,5	2,4	2,8	23,1	25,6	3,5	39,0	29,7

Fuente: BCE.

1) Los datos se refieren a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, de conformidad con el enfoque adoptado para los activos de reserva del Eurosistema. Para más información, véanse las Notas Generales.

### 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; transacciones realizadas en el período)

#### 9. Desagregación geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2012</b>	<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
<b>Inversiones directas</b>	1.491,5	395,5	-12,0	14,7	106,8	287,3	-1,2	107,0	80,2	-23,3	165,7	178,3	-243,2	-0,2	831,6
En el exterior	6.125,7	1.724,5	33,4	173,5	1.181,7	335,9	0,1	217,3	101,6	78,8	629,1	1.434,9	627,7	0,1	1.311,5
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	4.562,5	1.281,2	26,8	104,2	889,3	260,9	0,0	169,9	83,3	56,5	476,9	1.016,9	512,3	0,1	965,5
Otro capital	1.563,1	443,4	6,6	69,2	292,5	75,0	0,1	47,4	18,4	22,2	152,3	418,0	115,5	0,0	346,0
En la zona del euro	4.634,2	1.329,1	45,5	158,8	1.074,9	48,6	1,3	110,3	21,4	102,0	463,4	1.256,7	871,0	0,3	479,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.231,7	1.034,9	36,6	142,8	821,9	32,3	1,3	88,1	7,8	88,7	280,9	951,7	443,1	0,1	336,3
Otro capital	1.402,5	294,2	8,9	16,0	253,0	16,2	0,0	22,2	13,6	13,3	182,5	304,9	427,9	0,2	143,7
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	5.254,8	1.679,6	99,5	227,4	1.046,3	118,6	187,7	102,0	61,2	215,5	131,4	1.638,6	433,5	33,2	959,8
Acc. y participaciones	1.952,0	394,6	17,2	48,8	314,2	14,2	0,1	39,6	57,2	106,1	117,1	621,7	237,0	0,9	377,6
Valores distintos de acciones	3.302,8	1.284,9	82,3	178,6	732,1	104,4	187,5	62,4	4,0	109,4	14,3	1.016,8	196,6	32,3	582,2
Bonos y obligaciones	2.840,7	1.133,8	75,6	148,2	620,1	103,5	186,4	58,1	2,6	36,7	11,3	855,4	184,8	31,7	526,4
Instrum. mercado monetario	462,1	151,1	6,6	30,4	112,0	0,9	1,2	4,3	1,3	72,7	3,0	161,4	11,8	0,6	55,8
<b>Otras inversiones</b>	-218,9	-247,6	11,3	-26,9	-48,9	44,9	-228,0	1,9	-15,2	5,1	-33,9	58,1	49,0	-77,5	41,2
Activos	4.897,5	2.194,5	78,1	87,2	1.847,7	162,2	19,4	28,2	49,4	81,8	268,2	684,6	541,3	37,3	1.012,3
AAPP	168,0	65,5	1,0	4,6	43,4	1,6	14,9	1,8	3,1	0,9	1,5	11,0	3,3	30,7	50,3
IFM	2.966,9	1.530,1	58,4	50,8	1.293,2	125,3	2,2	16,4	24,3	65,9	147,1	396,0	393,1	5,2	388,7
Otros sectores	1.762,7	599,0	18,7	31,8	511,0	35,3	2,2	10,0	21,9	15,0	119,6	277,6	144,9	1,4	573,3
Pasivos	5.116,5	2.442,1	66,8	114,1	1.896,5	117,3	247,3	26,3	64,6	76,8	302,0	626,5	492,3	114,8	971,1
AAPP	231,6	110,5	0,3	0,9	26,3	0,2	82,8	0,1	0,0	0,1	1,1	29,6	1,2	83,7	5,2
IFM	3.400,1	1.647,7	56,3	88,7	1.309,1	89,6	104,0	17,1	38,3	50,7	239,4	338,7	392,7	28,3	647,2
Otros sectores	1.484,8	683,9	10,2	24,6	561,1	27,5	60,5	9,1	26,3	25,9	61,6	258,2	98,3	2,8	318,7
<b>I 2013 a IV 2013</b>	<b>Transacciones acumuladas</b>														
<b>Inversiones directas</b>	24,9	24,3	2,9	-14,5	36,9	-1,0	0,0	1,3	7,6	-2,7	21,4	-135,0	63,2	0,0	44,8
En el exterior	324,2	16,5	4,7	-10,4	18,8	3,4	0,0	1,2	10,9	1,8	25,8	161,4	30,2	0,0	76,5
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	290,7	23,3	6,5	1,1	11,4	4,3	0,0	14,6	9,0	1,2	6,0	172,2	15,8	0,0	48,5
Otro capital	33,4	-6,9	-1,9	-11,5	7,4	-0,9	0,0	-13,4	1,9	0,6	19,8	-10,9	14,3	0,0	28,0
En la zona del euro	299,2	-7,8	1,7	4,1	-18,1	4,5	0,0	-0,1	3,3	4,5	4,3	296,4	-33,0	0,0	31,7
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	288,8	-1,7	0,8	1,3	-5,6	1,8	0,0	3,6	4,0	5,2	7,0	265,7	-17,5	0,0	22,5
Otro capital	10,5	-6,1	0,9	2,8	-12,5	2,7	0,0	-3,7	-0,7	-0,7	-2,7	30,7	-15,5	0,0	9,2
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	250,2	31,4	-5,4	7,3	6,0	4,3	19,3	7,9	6,6	38,8	8,7	72,4	6,8	1,2	76,3
Acc. y participaciones	163,4	35,7	1,2	4,5	29,6	0,5	0,0	1,2	4,6	36,0	6,0	6,0	6,8	0,0	11,6
Valores distintos de acciones	86,8	-4,3	-6,6	2,8	-23,6	3,8	19,3	6,7	1,9	2,9	2,2	11,3	0,0	1,2	64,8
Bonos y obligaciones	78,9	13,1	-5,7	7,6	-11,4	2,2	20,4	5,3	0,5	-3,6	1,0	8,7	-9,3	1,1	61,9
Instrum. mercado monetario	7,9	-17,4	-0,9	-4,8	-12,2	1,5	-1,1	1,3	1,4	6,5	1,2	2,6	9,3	0,1	2,9
<b>Otras inversiones</b>	341,7	67,9	14,1	9,6	48,0	-5,1	1,4	-2,2	22,4	39,4	25,9	16,5	97,7	-9,2	83,4
Activos	-62,4	-231,0	1,8	3,8	-229,0	-8,6	1,0	-1,8	11,4	38,0	11,0	56,7	1,6	27,2	
AAPP	-10,7	-1,3	-0,3	-1,5	0,0	-0,6	1,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-4,4	-0,7	0,2	-4,0
IFM	-72,9	-220,8	-2,0	-0,4	-209,1	-8,9	-0,3	1,7	11,5	33,3	2,0	61,3	1,1	14,9	
Otros sectores	21,2	-8,9	4,2	5,7	-19,9	1,0	0,1	-3,5	0,0	5,0	8,5	6,8	-3,9	0,3	16,8
Pasivos	-404,0	-298,9	-12,2	-5,8	-277,1	-3,5	-0,4	0,4	-11,0	-1,3	-14,7	7,7	-40,9	10,9	-56,2
AAPP	-4,4	-4,1	0,2	0,3	-6,5	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0	0,4	-8,5	-0,2	8,7	-0,6
IFM	-400,4	-264,7	-12,4	-6,5	-236,0	-6,0	-3,7	0,0	-12,0	-0,3	-16,5	-2,2	-46,8	2,4	-60,5
Otros sectores	0,8	-30,1	-0,1	0,5	-34,6	2,6	1,4	0,4	1,0	-1,1	1,4	18,4	6,0	-0,2	4,9

Fuente: BCE.

## 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

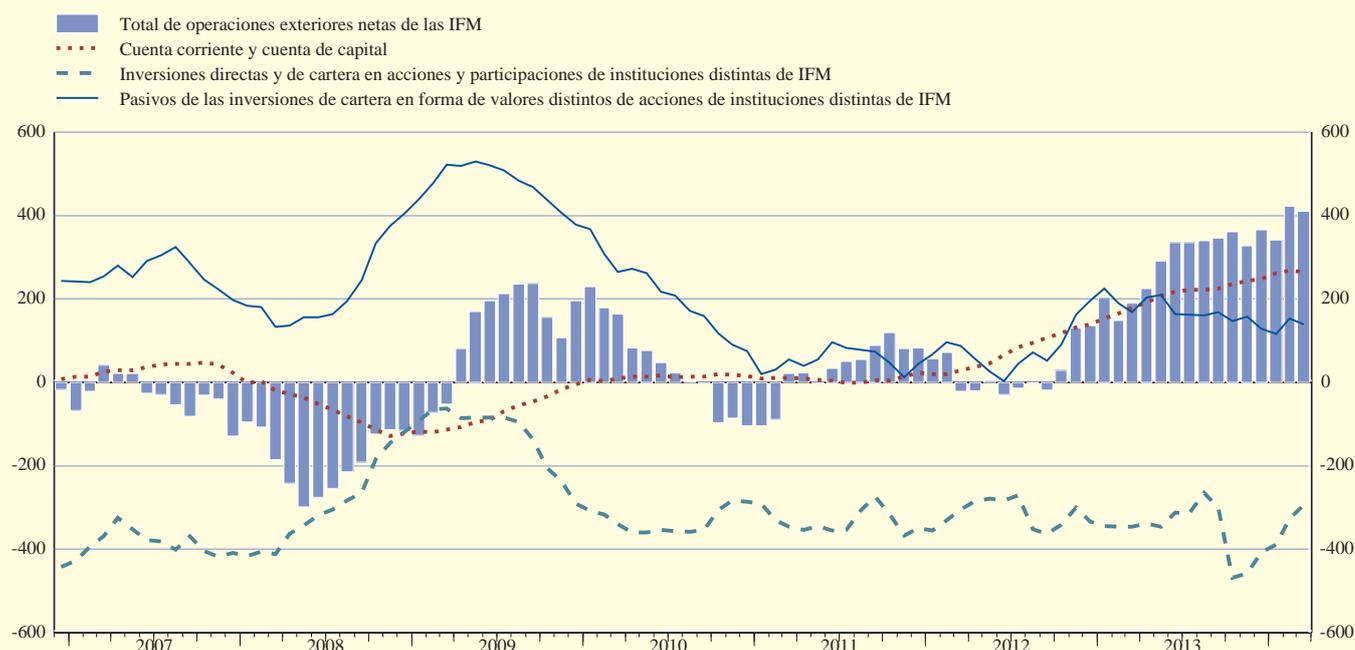
(mm de euros; transacciones)

### Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos		
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2011	82,6	22,6	-479,1	387,4	55,7	-47,0	44,7	44,6	-149,3	180,7	-5,6	27,8
2012	136,4	139,9	-413,5	330,2	-55,0	-193,4	181,4	196,0	-81,2	1,4	5,2	25,5
2013	365,2	248,5	-316,6	290,0	-123,6	-121,3	258,9	128,5	-10,7	-3,3	18,1	-3,3
2013 I	27,7	30,8	-52,4	23,6	-50,1	-55,2	76,0	24,8	-34,8	63,7	8,3	-6,9
II	148,9	65,9	-67,6	90,5	-10,3	-22,8	84,7	27,3	1,6	-22,5	-1,9	3,8
III	53,8	56,3	-49,2	35,9	-29,5	-27,7	32,8	28,1	22,9	-23,0	7,6	-0,4
IV	134,8	95,4	-147,4	140,0	-33,7	-15,6	65,4	48,4	-0,4	-21,5	4,1	0,2
2014 I	72,9	47,2	26,0	-20,6	-25,8	-36,4	40,5	35,3	-8,6	20,0	1,1	-5,7
2013 Mar	25,3	25,0	-20,9	4,0	-14,8	-6,2	35,2	-0,8	-3,0	13,9	1,1	-8,1
Abr	9,0	17,6	-21,7	14,5	-18,4	-27,2	16,0	30,4	-19,6	20,3	-5,6	2,8
May	84,7	16,0	-13,0	56,4	-6,4	-10,1	30,6	30,9	-10,0	-5,0	-8,7	4,0
Jun	55,2	32,3	-32,8	19,6	14,5	14,5	38,1	-34,0	31,2	-37,7	12,4	-2,9
Jul	12,5	28,5	-7,5	12,7	-13,2	-12,7	-0,6	9,5	10,3	-12,3	-2,0	-0,4
Ago	28,3	11,8	-28,0	28,0	2,2	-1,1	9,2	0,9	8,2	-4,6	6,7	-5,0
Sep	13,0	16,1	-13,8	-4,8	-18,6	-13,9	24,1	17,7	4,4	-6,1	2,9	5,0
Oct	21,6	29,2	-158,7	178,6	-13,7	-5,7	7,1	-1,8	-0,2	-5,9	3,8	-11,1
Nov	33,8	30,7	-23,7	3,4	-3,9	-11,5	18,8	52,4	-29,3	-1,7	-1,4	-0,1
Dic	79,5	35,4	35,0	-42,1	-16,1	1,5	39,6	-2,3	29,1	-13,8	1,8	11,3
2014 Ene	9,2	8,0	-25,0	17,9	-8,1	-4,0	5,1	6,2	2,9	9,6	-0,1	-3,3
Feb	50,3	16,5	51,2	-16,0	-15,7	-17,4	1,7	43,3	-16,4	4,8	2,7	-4,3
Mar	13,3	22,8	-0,2	-22,5	-2,1	-15,0	33,7	-14,2	4,9	5,6	-1,5	1,9
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2014 Mar	410,4	264,8	-238,3	245,9	-99,3	-102,5	223,3	139,0	15,6	-47,0	10,9	-2,0

## G38 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

## 7.5 Comercio exterior de bienes

### 1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos <sup>1)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total				Manufacturas	Total			Pro memoria:		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	8		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2012	7,6	1,9	1.879,4	933,8	386,0	516,6	1.522,8	1.796,8	1.151,9	247,9	371,2	1.092,8	360,9
2013	1,0	-3,3	1.896,0	932,2	384,7	532,0	1.536,8	1.736,5	1.097,1	236,0	373,6	1.075,6	336,3
2013 II	1,8	-3,2	474,8	232,5	97,2	132,2	384,7	433,7	275,6	58,9	91,9	267,6	84,9
III	0,3	-2,0	472,1	231,6	95,1	133,4	383,1	436,1	275,1	60,1	94,2	270,2	84,3
IV	1,0	-2,6	473,8	231,5	96,2	133,7	386,3	429,6	267,8	57,8	95,4	270,5	80,0
2014 I	1,0	-0,1	478,4	.	.	.	388,7	434,6	.	.	.	275,6	.
2013 Oct	1,4	-3,1	158,5	78,1	32,4	45,0	129,3	145,1	91,6	19,4	31,6	90,9	27,9
Nov	-1,9	-5,1	158,5	77,3	32,2	44,7	128,8	142,6	87,9	19,7	32,1	90,1	26,0
Dic	3,9	0,8	156,7	76,0	31,6	44,0	128,2	141,9	88,2	18,8	31,7	89,5	26,1
2014 Ene	1,0	-2,6	158,6	78,9	31,4	45,5	128,1	145,0	91,7	19,8	31,2	91,4	26,5
Feb	3,0	0,1	160,3	79,0	31,7	45,8	131,3	145,3	90,1	20,2	31,9	92,7	24,9
Mar	-0,7	2,5	159,5	.	.	.	129,4	144,3	.	.	.	91,5	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2012	3,5	-3,1	111,8	110,1	116,9	111,7	111,9	99,7	100,8	99,6	96,2	99,1	99,6
2013	1,3	-0,8	113,2	111,2	115,6	114,7	113,0	98,9	99,9	95,1	97,0	98,4	98,1
2013 I	0,1	-4,4	113,3	111,9	116,3	115,2	112,8	98,2	99,3	94,8	96,0	97,5	98,2
II	1,6	-1,3	113,1	110,6	116,2	114,1	112,9	98,8	100,8	93,6	95,4	97,4	101,6
III	1,7	1,7	113,1	111,1	114,2	115,3	113,0	99,4	100,2	97,2	97,8	99,0	98,0
IV	1,7	1,0	113,2	111,2	115,5	114,4	113,2	99,2	99,5	94,7	98,9	99,5	94,6
2013 Sep	4,6	5,2	114,1	111,4	114,6	115,9	113,9	99,1	98,5	95,9	100,3	99,9	93,5
Oct	2,4	0,7	113,8	112,6	117,4	115,5	114,0	100,1	101,6	94,2	98,8	100,2	97,5
Nov	-1,4	-1,6	113,7	111,5	116,1	114,8	113,3	99,1	98,3	98,2	99,7	99,8	94,0
Dic	4,6	4,2	112,2	109,5	113,0	112,8	112,4	98,3	98,5	91,9	98,2	98,6	92,2
2014 Ene	1,3	-1,1	113,7	113,8	113,3	116,2	112,2	99,7	101,0	97,3	96,8	100,8	95,1
Feb	3,5	1,6	115,3	114,2	115,0	117,9	115,6	99,7	99,3	97,4	99,2	102,2	88,6

### 2. Precios <sup>2)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (FOB) <sup>3)</sup>							Precios industriales de importación (CIF)						
	Total (índice: 2010 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas	Total (índice: 2010 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total	100,0	100,0	30,1	42,0	18,5	9,4	96,4	100,0	100,0	29,0	25,4	23,3	22,4	80,4
2012	106,1	2,2	0,9	1,8	2,3	9,4	2,2	111,2	3,4	0,2	1,6	3,2	8,0	2,1
2013	105,0	-1,0	-1,5	-0,2	0,8	-7,9	-0,9	108,2	-2,7	-2,4	-1,9	0,0	-5,5	-1,7
2013 III	105,0	-1,4	-1,8	-0,6	0,5	-9,3	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,6	-0,8	-5,3	-2,5
IV	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,4	-8,2	-1,3	106,8	-3,2	-3,1	-2,1	-0,8	-5,6	-2,3
2014 I	104,1	-1,6	-1,8	-0,3	0,0	-9,2	-1,3	106,0	-3,6	-3,1	-2,3	-0,4	-7,3	-2,2
2013 Oct	104,4	-1,6	-2,1	-0,5	0,5	-11,4	-1,4	106,8	-3,6	-3,1	-2,6	-0,8	-6,6	-2,7
Nov	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,3	-8,3	-1,3	107,0	-3,2	-3,3	-1,9	-0,8	-5,9	-2,3
Dic	104,2	-1,2	-2,0	-0,4	0,4	-4,6	-1,0	106,7	-2,7	-3,1	-1,8	-0,8	-4,2	-2,0
2014 Ene	104,2	-1,4	-1,6	-0,2	0,0	-7,9	-1,1	106,4	-3,0	-2,8	-1,9	-0,2	-5,9	-1,9
Feb	104,2	-1,5	-1,6	0,0	0,2	-11,0	-1,2	106,3	-3,4	-2,7	-1,8	0,0	-7,7	-1,9
Mar	103,9	-1,8	-2,2	-0,6	-0,2	-8,8	-1,5	105,2	-4,3	-3,7	-3,0	-0,8	-8,5	-2,8

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

## 7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Exportaciones (fob)</b>															
2012	1.879,4	34,2	59,5	230,0	249,3	92,1	116,3	59,5	223,3	440,1	120,5	44,6	126,4	97,4	151,3
2013	1.896,0	35,2	59,4	239,2	254,8	88,7	110,7	60,3	221,4	443,8	122,0	43,9	130,3	97,6	154,4
2012 IV	469,0	8,6	14,5	58,1	61,7	23,1	28,5	15,2	53,7	110,7	28,9	11,2	32,5	24,8	37,7
2013 I	475,3	8,7	14,6	58,2	62,8	23,6	28,0	15,5	55,4	110,7	29,5	11,0	34,5	24,8	38,4
II	474,8	8,8	14,7	59,1	62,7	22,9	27,4	15,6	55,1	110,5	30,0	10,8	33,1	24,8	40,2
III	472,1	8,9	15,0	60,0	64,2	21,6	27,8	14,7	55,4	110,2	31,2	11,1	31,7	24,6	38,2
IV	473,8	8,8	15,1	61,9	65,2	20,7	27,5	14,6	55,5	112,4	31,3	11,0	31,0	23,5	37,6
2014 I	478,4	.	.	.	.	20,3	26,8	14,7	57,9	111,9	32,0	11,0	32,8	23,5	.
2013 Oct	158,5	2,9	5,2	20,6	22,0	7,1	9,4	4,7	18,6	37,3	10,4	3,6	10,2	8,2	12,2
Nov	158,5	3,0	5,1	20,9	21,8	6,9	9,2	5,1	18,7	37,7	10,6	3,7	10,3	7,7	12,2
Dic	156,7	2,9	4,9	20,4	21,5	6,6	8,8	4,7	18,2	37,4	10,3	3,7	10,5	7,7	13,1
2014 Ene	158,6	3,1	5,1	20,7	22,8	6,9	9,3	5,0	18,7	37,1	10,7	3,9	10,6	7,8	11,5
Feb	160,3	3,0	5,0	21,6	22,7	6,8	8,9	4,9	19,5	37,7	10,8	3,7	11,3	8,1	10,9
Mar	159,5	.	.	.	.	6,6	8,6	4,8	19,7	37,1	10,5	3,5	10,9	7,6	.
<b>Porcentaje del total de exportaciones</b>															
2013	100,0	1,9	3,1	12,6	13,4	4,7	5,8	3,2	11,7	23,4	6,4	2,3	6,9	5,1	8,1
<b>Importaciones (cif)</b>															
2012	1.796,8	29,0	53,1	167,4	232,7	144,8	82,3	34,1	151,2	540,8	213,9	49,1	157,5	92,6	111,2
2013	1.736,5	30,0	53,7	163,8	238,9	144,8	81,8	35,8	149,1	509,6	204,3	43,6	141,1	80,3	107,7
2012 IV	441,5	7,2	12,9	41,6	58,1	36,6	20,2	8,7	35,9	131,0	51,4	11,4	40,4	22,3	26,6
2013 I	437,1	7,6	13,3	41,7	58,6	37,4	20,0	8,9	35,5	127,6	52,3	11,1	37,7	20,5	28,3
II	433,7	7,4	13,5	41,1	58,8	35,7	20,6	8,8	37,3	126,9	50,2	10,9	36,3	20,1	27,4
III	436,1	7,8	13,7	40,8	60,5	36,5	20,7	8,9	38,0	127,7	50,7	10,7	34,6	20,1	26,9
IV	429,6	7,3	13,3	40,3	61,0	35,3	20,4	9,1	38,2	127,4	51,1	10,9	32,5	19,7	25,1
2014 I	434,6	.	.	.	.	35,0	21,1	9,1	36,9	130,7	53,7	10,6	32,5	19,3	.
2013 Oct	145,1	2,5	4,5	13,3	20,4	11,9	6,9	3,0	13,1	43,0	16,6	3,6	11,4	6,7	8,5
Nov	142,6	2,4	4,5	13,4	20,5	11,3	6,8	3,1	12,8	42,0	16,9	3,6	10,5	6,4	8,9
Dic	141,9	2,4	4,3	13,6	20,1	12,1	6,7	3,1	12,3	42,4	17,5	3,7	10,6	6,6	7,8
2014 Ene	145,0	2,6	4,6	13,3	20,8	11,8	6,7	3,1	12,3	43,3	17,4	3,6	11,1	6,5	8,8
Feb	145,3	2,5	4,4	13,4	20,9	11,6	7,1	3,0	12,4	43,0	17,9	3,5	10,7	6,3	9,8
Mar	144,3	.	.	.	.	11,6	7,2	3,0	12,1	44,4	18,4	3,5	10,7	6,5	.
<b>Porcentaje del total de importaciones</b>															
2013	100,0	1,7	3,1	9,4	13,8	8,3	4,7	2,1	8,6	29,3	11,8	2,5	8,1	4,6	6,2
<b>Saldo</b>															
2012	82,7	5,2	6,4	62,6	16,6	-52,7	34,0	25,3	72,1	-100,7	-93,4	-4,6	-31,1	4,8	40,1
2013	159,5	5,2	5,8	75,4	16,0	-56,1	29,0	24,5	72,4	-65,8	-82,3	0,3	-10,9	17,3	46,8
2012 IV	27,5	1,4	1,6	16,5	3,6	-13,5	8,2	6,5	17,8	-20,3	-22,4	-0,2	-7,9	2,4	11,1
2013 I	38,2	1,2	1,3	16,5	4,2	-13,8	8,0	6,6	19,9	-16,9	-22,7	0,0	-3,2	4,2	10,2
II	41,0	1,4	1,2	18,1	3,9	-12,8	6,9	6,8	17,8	-16,4	-20,2	-0,2	-3,2	4,7	12,8
III	36,0	1,1	1,3	19,2	3,7	-14,9	7,1	5,7	17,4	-17,5	-19,5	0,5	-2,9	4,5	11,3
IV	44,2	1,5	1,9	21,6	4,2	-14,6	7,0	5,4	17,3	-15,0	-19,8	0,1	-1,5	3,8	12,4
2014 I	43,9	.	.	.	.	-14,7	5,8	5,5	21,0	-18,8	-21,7	0,4	0,3	4,2	.
2013 Oct	13,4	0,4	0,7	7,3	1,6	-4,7	2,5	1,8	5,5	-5,7	-6,2	0,0	-1,2	1,5	3,7
Nov	15,9	0,6	0,6	7,5	1,3	-4,5	2,4	2,0	5,8	-4,3	-6,3	0,1	-0,2	1,3	3,4
Dic	14,8	0,5	0,6	6,8	1,4	-5,4	2,1	1,6	5,9	-5,0	-7,2	0,0	-0,1	1,0	5,4
2014 Ene	13,7	0,5	0,5	7,4	2,0	-4,9	2,6	1,9	6,4	-6,2	-6,7	0,3	-0,5	1,3	2,7
Feb	15,0	0,5	0,6	8,1	1,8	-4,8	1,8	1,9	7,1	-5,3	-7,1	0,2	0,5	1,8	1,1
Mar	15,2	.	.	.	.	-5,0	1,4	1,7	7,6	-7,2	-7,9	0,0	0,2	1,1	.

Fuente: Eurostat.

## TIPOS DE CAMBIO

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

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

	TCE-20						TCE-39		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM <sup>2)</sup>	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2011	103,4	100,7	97,5	95,1	106,0	96,7	112,2	97,7	
2012	97,9	95,6	93,2	89,8	100,6	91,4	107,1	92,9	
2013	101,7	98,9	96,7	93,2	102,5	94,6	112,0	96,2	
2013 I	100,7	98,3	96,1	92,5	102,8	94,3	110,2	95,0	
II	100,8	98,3	96,0	92,9	102,2	94,2	110,6	95,0	
III	101,9	99,2	96,9	93,3	102,8	94,7	112,9	96,8	
IV	103,1	100,0	97,8	94,1	102,4	95,4	114,7	97,8	
2014 I	103,9	100,7	98,2	-	-	-	116,6	99,1	
2013 May	100,5	98,0	95,7	-	-	-	110,0	94,6	
Jun	101,6	98,9	96,6	-	-	-	112,0	96,1	
Jul	101,5	98,9	96,5	-	-	-	112,0	96,2	
Ago	102,2	99,5	97,1	-	-	-	113,4	97,3	
Sep	102,0	99,1	96,9	-	-	-	113,3	97,0	
Oct	102,8	99,7	97,6	-	-	-	114,2	97,4	
Nov	102,6	99,5	97,4	-	-	-	114,2	97,3	
Dic	103,9	100,7	98,5	-	-	-	115,8	98,6	
2014 Ene	103,4	100,3	97,8	-	-	-	115,9	98,6	
Feb	103,6	100,5	97,9	-	-	-	116,3	98,9	
Mar	104,6	101,4	98,8	-	-	-	117,5	99,7	
Abr	104,5	101,2	98,5	-	-	-	117,0	99,1	
May	103,8	100,4	97,8	-	-	-	116,1	98,1	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2014 May	-0,7	-0,7	-0,8	-	-	-	-0,8	-1,0	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2014 May	3,3	2,4	2,1	-	-	-	5,5	3,7	

### G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

— TCE-20 nominal  
 - - - TCE-20 real deflactado por el IPC



### G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

— USD/EUR  
 - - - JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Lev búlgaro	Corona checa	Corona danesa	Kuna croata	Litas lituana	Forint húngaro	Zloty polaco	Nuevo leu rumano	Corona sueca	Libra esterlina	Nueva lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2013	1,9558	25,980	7,4579	7,5786	3,4528	296,87	4,1975	4,4190	8,6515	0,84926	2,5335
2013 III	1,9558	25,853	7,4580	7,5459	3,4528	297,96	4,2477	4,4410	8,6798	0,85453	2,6092
2013 IV	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2014 I	1,9558	27,442	7,4625	7,6498	3,4528	307,93	4,1843	4,5023	8,8569	0,82787	3,0372
2013 Nov	1,9558	26,927	7,4587	7,6326	3,4528	297,68	4,1887	4,4452	8,8802	0,83780	2,7316
2013 Dic	1,9558	27,521	7,4602	7,6365	3,4528	300,24	4,1760	4,4635	8,9597	0,83639	2,8276
2014 Ene	1,9558	27,485	7,4614	7,6353	3,4528	302,48	4,1799	4,5205	8,8339	0,82674	3,0297
2014 Feb	1,9558	27,444	7,4622	7,6574	3,4528	310,20	4,1741	4,4918	8,8721	0,82510	3,0184
2014 Mar	1,9558	27,395	7,4638	7,6576	3,4528	311,49	4,1987	4,4933	8,8666	0,83170	3,0629
2014 Abr	1,9558	27,450	7,4656	7,6267	3,4528	307,37	4,1853	4,4620	9,0329	0,82520	2,9393
2014 May	1,9558	27,437	7,4641	7,5952	3,4528	304,58	4,1800	4,4237	9,0298	0,81535	2,8736
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2014 May	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	-0,9	-0,1	-0,9	0,0	-1,2	-2,2
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2014 May	0,0	6,0	0,1	0,4	0,0	4,2	0,0	2,0	5,3	-4,0	21,0

	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Rupia india <sup>u</sup>	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12,206,51	4,9775	110,96	4,2558
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12,045,73	4,9536	102,49	3,9672
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13,857,50	4,7948	129,66	4,1855
2013 III	1,4465	3,0304	1,3760	8,1111	10,2696	82,3565	14,115,14	4,7459	131,02	4,2904
2013 IV	1,4662	3,0931	1,4275	8,2903	10,5522	84,4048	15,682,97	4,7994	136,48	4,3633
2014 I	1,5275	3,2400	1,5107	8,3576	10,6287	84,5794	16,179,21	4,7892	140,80	4,5184
2013 Nov	1,4473	3,0959	1,4145	8,2221	10,4604	84,4990	15,575,06	4,7711	134,97	4,3176
2013 Dic	1,5243	3,2133	1,4580	8,3248	10,6254	84,7631	16,455,73	4,8019	141,68	4,4517
2014 Ene	1,5377	3,2437	1,4884	8,2368	10,5586	84,5099	16,471,94	4,7569	141,47	4,5005
2014 Feb	1,5222	3,2581	1,5094	8,3062	10,6012	84,9503	16,270,18	4,8043	139,35	4,5194
2014 Mar	1,5217	3,2187	1,5352	8,5332	10,7283	84,2990	15,785,89	4,8087	141,48	4,5361
2014 Abr	1,4831	3,0864	1,5181	8,5984	10,7107	83,3624	15,801,66	4,8010	141,62	4,4989
2014 May	1,4755	3,0512	1,4951	8,5658	10,6456	81,4318	15,830,12	4,7600	139,74	4,4337
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>										
2014 May	-0,5	-1,1	-1,5	-0,4	-0,6	-2,3	0,2	-0,9	-1,3	-1,4
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>										
2014 May	12,4	15,5	12,8	7,5	5,6	13,9	24,9	0,8	6,6	13,1

	Peso mexicano	Dólar neozelandés	Corona noruega	Peso filipino	Rublo ruso	Dólar singapurense	Rand sudafricano	Won surcoreano	Franco suizo	Baht tailandés	Dólar estadounidense
	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1,541,23	1,2326	42,429	1,3920
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1,447,69	1,2053	39,928	1,2848
2013	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1,453,91	1,2311	40,830	1,3281
2013 III	17,1005	1,6612	7,9303	57,813	43,4394	1,6795	13,2329	1,469,03	1,2348	41,675	1,3242
2013 IV	17,7331	1,6439	8,2375	59,354	44,2920	1,7006	13,8224	1,445,53	1,2294	43,151	1,3610
2014 I	18,1299	1,6371	8,3471	61,468	48,0425	1,7379	14,8866	1,465,34	1,2237	44,722	1,3696
2013 Nov	17,6340	1,6327	8,2055	58,811	44,1581	1,6833	13,7626	1,434,06	1,2316	42,695	1,3493
2013 Dic	17,8278	1,6659	8,4053	60,552	45,0628	1,7244	14,2234	1,446,99	1,2245	44,323	1,3704
2014 Ene	17,9964	1,6450	8,3927	61,263	46,0304	1,7327	14,8242	1,453,94	1,2317	44,822	1,3610
2014 Feb	18,1561	1,6466	8,3562	61,238	48,2554	1,7295	14,9820	1,462,51	1,2212	44,568	1,3659
2014 Mar	18,2447	1,6199	8,2906	61,901	49,9477	1,7513	14,8613	1,479,99	1,2177	44,765	1,3823
2014 Abr	18,0485	1,6049	8,2506	61,646	49,2978	1,7345	14,5815	1,441,28	1,2189	44,657	1,3813
2014 May	17,7620	1,5957	8,1513	60,258	47,8403	1,7189	14,2995	1,407,13	1,2204	44,686	1,3732
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2014 May	-1,6	-0,6	-1,2	-2,3	-3,0	-0,9	-1,9	-2,4	0,1	0,1	-0,6
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2014 May	11,2	1,2	7,8	12,2	17,6	6,0	17,4	-2,6	-1,7	15,6	5,8

Fuente: BCE.



## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Croacia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>IAPC</b>										
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013	0,4	1,4	0,5	2,3	1,2	1,7	0,8	3,2	0,4	2,6
2013 IV	-1,0	1,1	0,4	0,6	0,5	0,7	0,6	1,3	0,3	2,1
2014 I	-1,8	0,3	0,4	0,1	0,3	0,4	0,6	1,3	0,0	1,8
2014 Feb	-2,1	0,3	0,3	-0,2	0,3	0,3	0,7	1,3	0,1	1,7
Mar	-2,0	0,3	0,2	-0,1	0,4	0,2	0,6	1,3	-0,4	1,6
Abr	-1,3	0,2	0,5	-0,1	0,3	-0,2	0,3	1,6	0,3	1,8
<b>Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
2011	-2,0	-3,2	-1,9	-7,8	-5,5	4,3	-5,1	-5,5	0,2	-7,6
2012	-0,8	-4,2	-3,8	-5,0	-3,2	-2,1	-3,9	-3,0	-0,6	-6,1
2013	-1,5	1,5	-0,8	-4,9	-2,2	-2,2	-4,3	-2,3	-1,1	-5,8
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
2011	16,3	41,4	46,4	52,0	38,3	82,1	56,2	34,7	38,6	84,3
2012	18,4	46,2	45,4	55,9	40,5	79,8	55,6	38,0	38,3	89,1
2013	18,9	46,0	44,5	67,1	39,4	79,2	57,0	38,4	40,6	90,6
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período</b>										
2013 Nov	3,64	2,18	1,80	4,97	3,99	5,82	4,38	5,29	2,30	2,31
Dic	3,43	2,20	1,89	5,10	3,69	5,78	4,42	5,29	2,39	2,50
2014 Ene	3,56	2,43	1,86	5,11	3,42	5,60	4,42	5,22	2,37	2,48
Feb	3,58	2,28	1,67	4,78	3,33	6,03	4,47	5,35	2,23	2,37
Mar	3,54	2,20	1,61	4,51	3,33	5,83	4,25	5,31	2,16	2,34
Abr	3,44	2,00	1,57	4,41	3,26	5,56	4,10	5,15	2,06	2,30
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>										
2013 Nov	0,97	0,40	0,25	1,35	0,40	3,33	2,65	2,44	1,16	0,52
Dic	0,97	0,38	0,26	1,01	0,40	3,00	2,67	2,33	1,01	0,52
2014 Ene	0,96	0,37	0,28	0,95	0,41	2,99	2,70	1,88	0,95	0,52
Feb	0,89	0,37	0,27	0,88	0,41	2,99	2,71	3,29	0,94	0,52
Mar	0,83	0,37	0,29	0,86	0,41	3,24	2,71	2,83	0,93	0,52
Abr	0,83	0,37	0,31	0,83	0,41	2,94	2,72	2,74	0,91	0,53
<b>PIB real</b>										
2012	0,6	-1,0	-0,4	-1,9	3,7	-1,7	2,0	0,5	0,9	0,3
2013	0,9	-0,9	0,4	-1,0	3,3	1,1	1,6	3,5	1,6	1,7
2013 III	0,9	-1,0	0,9	-0,7	2,4	1,8	2,0	4,2	0,6	1,8
IV	1,2	1,1	0,5	-0,9	3,4	2,9	2,5	5,1	3,0	2,7
2014 I	1,2	2,5	1,5	.	3,0	3,2	3,5	3,8	1,8	3,1
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>										
2012	0,5	0,0	6,0	0,2	2,0	3,5	-1,5	-3,0	5,8	-3,6
2013	3,1	0,5	7,3	1,3	3,7	6,5	1,0	1,2	6,0	-4,1
2013 III	11,5	1,2	8,6	25,0	3,0	7,2	0,2	1,2	6,5	-6,1
IV	-2,7	1,1	8,8	-6,7	3,8	7,7	1,5	0,5	4,9	-4,8
2014 I	0,9	9,7	4,2	.	0,7	6,3	0,7	5,0	5,8	.
<b>Deuda externa bruta en porcentaje del PIB</b>										
2011	94,3	59,6	183,3	103,4	77,4	150,0	72,3	77,1	200,0	419,6
2012	94,6	62,0	181,8	102,2	75,4	129,6	71,0	75,3	191,2	390,6
2013 II	93,8	65,6	175,1	106,4	70,5	128,6	73,7	73,5	197,6	395,1
III	93,9	64,6	174,3	102,6	69,5	121,5	72,8	71,9	196,9	363,5
IV	93,5	71,0	176,7	104,9	67,1	118,9	69,8	68,6	196,4	354,2
<b>Costes laborales unitarios</b>										
2012	4,4	3,3	1,5	1,1	1,9	2,5	1,5	4,5	2,9	2,6
2013	5,2	-0,1	1,2	.	3,8	3,9	.	2,5	0,8	1,4
2013 III	3,8	1,4	0,8	0,5	4,9	3,4	1,5	1,4	1,4	2,0
IV	1,9	.	1,1	.	2,9	3,2	.	0,9	-0,8	.
2014 I	1,4	.	0,3	.	.	.	.	.	1,1	.
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>										
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	13,4	10,9	10,1	7,1	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,2	11,8	10,2	10,3	7,3	8,0	7,5
2013 IV	13,1	6,7	6,8	17,4	11,0	9,2	10,0	7,3	8,0	7,1
2014 I	13,0	6,6	.	17,3	11,7	8,0	9,9	7,2	8,1	.
2014 Feb	13,0	6,6	6,9	17,4	11,7	7,9	9,9	7,2	8,1	6,6
Mar	13,0	6,6	6,6	17,2	11,9	7,8	9,8	7,2	8,1	.
Abr	12,8	6,5	6,5	16,8	11,2	.	9,7	7,1	8,2	.

Fuentes: BCE, Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

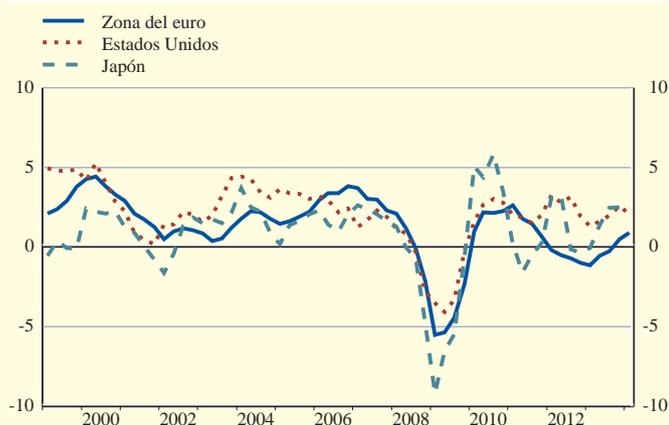
## 9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.) <sup>2)</sup>	Agregado monetario amplio <sup>3)</sup>	Tipo de los depósitos interbancarios a 3 meses <sup>4)</sup>	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); fin de período <sup>5)</sup>	Tipo de cambio en moneda nacional por euro <sup>5)</sup>	Déficit (-)/superávit (+) de las Administraciones Públicas en % del PIB <sup>6)</sup>	Deuda de las Administraciones Públicas en % del PIB <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,1	2,8	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,3	86,5
2013	1,5	1,1	1,9	2,9	7,4	6,8	0,27	3,27	1,3275	-6,4	88,2
2013 I	1,7	1,7	1,3	3,2	7,7	7,3	0,29	2,09	1,3206	-7,2	88,0
II	1,4	2,0	1,6	2,7	7,5	7,1	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
III	1,6	1,9	2,0	2,7	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	-7,0	86,9
IV	1,2	-1,1	2,6	3,2	7,0	6,1	0,24	3,27	1,3638	-5,7	88,2
2014 I	1,4	0,9	2,0	2,5	6,7	6,0	0,24	2,97	1,3696	-6,1	.
2014 Ene	1,6	-	-	1,8	6,6	5,5	0,24	2,93	1,3610	-	-
Feb	1,1	-	-	2,6	6,7	6,4	0,24	2,90	1,3659	-	-
Mar	1,5	-	-	3,2	6,7	6,0	0,23	2,97	1,3823	-	-
Abr	2,0	-	-	3,1	6,3	6,2	0,23	2,87	1,3813	-	-
May	.	-	-	.	.	.	0,23	2,69	1,3732	-	-
Japón											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	186,7
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,8	202,9
2012	0,0	-1,4	1,4	0,6	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	-8,7	211,0
2013	0,4	-0,8	1,6	-0,8	4,0	3,6	0,15	0,95	129,53	.	.
2013 I	-0,6	0,0	-0,1	-7,8	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	.	.
II	-0,3	-0,6	1,4	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
III	0,9	-1,9	2,5	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
IV	1,4	-1,0	2,5	5,9	3,9	4,3	0,14	0,95	137,01	.	.
2014 I	1,5	.	2,7	8,3	3,6	3,9	0,14	0,84	140,80	.	.
2014 Ene	1,4	-	-	10,6	3,7	4,3	0,14	0,82	141,47	-	-
Feb	1,5	-	-	7,1	3,6	4,0	0,14	0,81	139,35	-	-
Mar	1,6	-	-	7,4	3,6	3,6	0,14	0,84	141,48	-	-
Abr	3,4	-	-	4,1	3,6	3,4	0,14	0,81	141,62	-	-
May	.	-	-	.	.	.	0,14	0,75	139,74	-	-

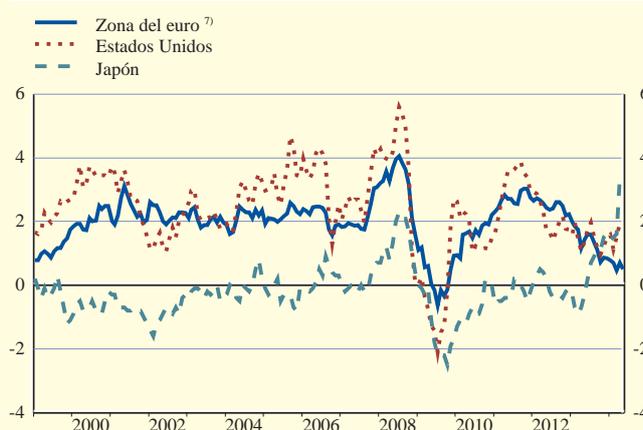
### G41 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



### G42 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico; Thomson Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Datos desestacionalizados. Los correspondientes a Estados Unidos se refieren al sector privado no agrícola.

2) Los datos de marzo a agosto de 2011 relativos a Japón incluyen estimaciones para las tres prefecturas que se vieron más afectadas por el terremoto. La recogida de datos se restableció en septiembre de 2011.

3) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2 + certificados de depósito para Japón.

4) En porcentaje. Para más información sobre el tipo de interés de los depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

5) Para más información, véase la sección 8.2.

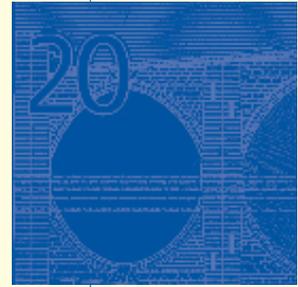
6) La deuda de las Administraciones Públicas se compone de depósitos, valores distintos de acciones y préstamos vivos y a su valor nominal, y está consolidada dentro del sector de Administraciones Públicas (fin de período).

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



## LISTA DE GRÁFICOS

G1	Agregados monetarios	S12
G2	Contrapartidas	S12
G3	Componentes de los agregados monetarios	S13
G4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
G5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
G6	Préstamos a hogares	S14
G7	Préstamos a las AAPP	S16
G8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
G9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
G10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
G11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
G12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
G13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
G14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
G15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
G16	Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
G17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
G18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
G19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
G20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
G21	Nuevos depósitos a plazo	S43
G22	Nuevos préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	S43
G23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
G24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
G25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
G26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
G27	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
G28	Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas	S55
G29	Desempleo y tasas de vacantes	S55
G30	Déficit, necesidad de financiación y variación de la deuda	S60
G31	Deuda según los criterios de Maastricht	S60
G32	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	S61
G33	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	S61
G34	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	S62
G35	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	S62
G36	Posición de inversión internacional de la zona del euro	S65
G37	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	S65
G38	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S70
G39	Tipos de cambio efectivos	S73
G40	Tipos de cambio bilaterales	S73
G41	Producto interior bruto a precios constantes	S76
G42	Índices de precios de consumo	S76



## NOTAS TÉCNICAS

### PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos ajustados del mes  $t$  (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### SECCIÓN 1.3

#### CÁLCULO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO INDEXADAS

El tipo de interés de una operación de financiación a plazo más largo (OPFML) indexada es igual a la media de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) durante el período de vigencia de esa OPFML. Según esta definición, si una OPFML está viva durante  $D$  días y los tipos mínimos de puja de las OPF son  $R_{1,MRO}$  (durante  $D_1$  días),  $R_{2,MRO}$  (durante  $D_2$  días), etc., hasta  $R_{i,MRO}$  (durante  $D_i$  días), donde  $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$ , el tipo anualizado aplicable ( $R_{LTRO}$ ) se calcula como:

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

### SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, otras revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si  $L_t$  representa el saldo vivo a fin del mes  $t$ ;  $C_t^M$ , el ajuste por reclasificaciones en el mes  $t$ ;  $E_t^M$ , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y  $V_t^M$ , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones  $F_t^M$  del mes  $t$  se definen como:

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales  $F_t^Q$  del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se definen como:

$$e) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde  $L_{t-3}$  es el saldo vivo a fin del mes  $t-3$  (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo,  $C_t^Q$  es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes  $t$ .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si  $F_t^M$  y  $L_t$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del mes  $t$  queda definido como:

$$f) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Actualmente, la base del índice (de las series sin desestacionalizar) es igual a 100 en diciembre de 2010. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», del sitio web del BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)).

La tasa de crecimiento interanual  $a_t$  del mes  $t$  —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes  $t$ — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$g) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-1-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula h) dividiendo el índice de diciembre de 2002 por el índice de diciembre de 2001.

Las tasas de crecimiento para períodos inferiores al anual pueden obtenerse adaptando la fórmula h). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual  $a_t^M$  se puede calcular como:

$$i) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , donde  $a_t$  se define igual que en las fórmulas g) o h).

### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si  $F_t^Q$  y  $L_{t-3}$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes  $t$  queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes  $t$ , es decir,  $a_t$ , se puede calcular utilizando la fórmula h).

### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana  $y$ , en el caso de algunas series, se lleva a cabo indirectamente mediante una combinación lineal de los componentes. Este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican posteriormente a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan anualmente o cuando proceda.

### SECCIONES 3.1 A 3.5

#### IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos.

1 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area», BCE (agosto de 2000), y el sitio web del BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

2 Para más información, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento basado en modelos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2010, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

### **CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES**

Los saldos contables al final de cada cuenta de las secciones 3.1, 3.2 y 3.3 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas de la propiedad netas (recursos menos empleos).

La renta disponible neta también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta disponible neta, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando al saldo de la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias de capital netas (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables calculados a partir de la cuenta de capital y aquellos que se obtienen a partir de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan como el total de operaciones de activos financieros menos el total de operaciones de pasivos, mientras que otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan como (el total) de otras variaciones de activos financieros menos (el total) de otras variaciones de pasivos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio (riqueza) son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan como las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital más otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto y otras variaciones de activos no financieros.

El patrimonio (riqueza) neto de los hogares se calcula como la suma de los activos no financieros y el patrimonio (riqueza) financiero neto de los hogares.

#### SECCIONES 4.3 Y 4.4

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si  $N_t^M$  representa el flujo (emisiones netas) en el mes  $t$  y  $L_t$  el saldo vivo a fin del mes  $t$ , el índice  $I_t$  de los saldos nominales en el mes  $t$  queda definido como:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2008. La tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$l) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$n) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos nominales del mes  $t$ . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$o) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado, y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$p) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

<sup>4</sup> Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area». BCE (agosto de 2000), y el sitio web del BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

## CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S81). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluida la energía, y los servicios. La energía se añade sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

## CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA o TRAMO-SEATS, dependiendo de las balanzas. En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta efectos de días laborables significativos. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando estas series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Los factores estacionales y los efectos de calendario se revisan semestralmente o cuando proceda.

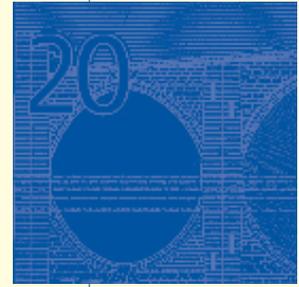
## SECCIÓN 7.3

### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre  $t$  se calcula a partir de las transacciones ( $F_t$ ) y las posiciones ( $L_t$ ) trimestrales de la siguiente manera:

$$r) \quad a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



## NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en el sitio web del BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), pueden consultarse series de datos más largas y detalladas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través de la «Statistical Data Warehouse» (SDW) del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintos conjuntos de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 4 de junio de 2014.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos se refieren al grupo de 18 países que son miembros de la zona del euro (Euro-18) para las series temporales completas. En lo que se refiere a los tipos de interés, las estadísticas monetarias, el IAPC y los activos de reserva (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

La composición de la zona del euro ha cambiado en diversas ocasiones a lo largo de los años. Cuando el euro se introdujo en 1999, la zona del euro estaba integrada por 11 países (el Euro-11): Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Grecia se incorporó en 2001, dando lugar al Euro-12; Eslovenia en 2007, conformando el Euro-13; Chipre y Malta en 2008, apareciendo el Euro-15; Eslovaquia en 2009, constituyendo el Euro-16 y Estonia se incorporó en 2011, conformando el Euro-17. Letonia se incorporó en 2014, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó a 18. Desde octubre de 2012 las estadísticas de la zona del euro también incluyen el Mecanismo Europeo de Estabilidad, una organización internacional residente en la zona del euro con fines estadísticos.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN FIJA

Las series estadísticas agregadas correspondientes a las composiciones fijas de la zona del euro se refieren a una composición fija dada para las series temporales completas, independientemente de la composición existente en el momento al que hacen referencia las estadísticas. Por ejemplo, las series agregadas se calculan para el Euro-18 para todos los años, a pesar de que la zona del euro solo ha tenido esa composición desde el 1 de enero de 2014. Salvo indicación en contrario, en el Boletín Mensual se publican series estadísticas correspondientes a la composición actual.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN VARIABLE

Las series estadísticas agregadas con una composición variable tienen en cuenta la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, estas series estadísticas agregan los datos del Euro-11 hasta el período que finaliza el 31 de diciembre de 2000, los del Euro-12, desde 2001 hasta el final de 2006, y así sucesivamente. Con este enfoque, cada serie estadística individual incluye las distintas composiciones que ha tenido la zona del euro.

En el caso del IAPC y de las estadísticas basadas en el balance del sector de IFM («estadísticas monetarias»), las tasas de variación se calculan a partir de índices encadenados, y la nueva composición se introduce utilizando el factor de enlace en la fecha de ampliación. Por lo tanto, si un país se incorpora a la zona del euro en enero de un año determinado, los factores que se tienen en cuenta para elaborar los índices encadenados se refieren a la composición anterior de la zona del euro hasta diciembre del año anterior, ese mes incluido y, a partir de entonces, a la composición ampliada de la zona del euro. Para más información sobre las estadísticas monetarias, consúltese el «Manual on MFI balance sheet statistics», disponible en la sección «Statistics» del sitio web del BCE.

Dado que la composición de la unidad de cuenta europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio vigente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999<sup>1</sup> se expresan en unidades resultantes de la conversión de las monedas nacionales a los tipos de cambio irrevocables fijados el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y de consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los datos más recientes suelen ser provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Croacia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otras variaciones.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

## **PANORÁMICA GENERAL**

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

## **ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA**

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la evaluación

<sup>1</sup> Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en el sitio web del BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

mensual de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Las observaciones anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de sus emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10 % hasta noviembre de 1999 y del 30 % a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula aplicando los coeficientes de reservas de las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuentas corrientes (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidos aquellos que sirven para cumplir las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento que exceden las reservas obligatorias. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento inferiores a las reservas obligatorias, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema, en euros. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes, en cifras netas, del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

En el capítulo 2 se presentan las estadísticas del balance de las IFM y de otras instituciones financieras. Esta última categoría incluye los fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario, que forman parte del sector de IFM), las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización y las empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de IFM, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales,

entidades de crédito definidas según el derecho de la UE, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En el sitio web del BCE se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 del pasivo de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de calendario. En la partida otros pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis de los préstamos concedidos por IFM distintas del Eurosistema (es decir, el sistema bancario) residentes en la zona del euro por sector, finalidad y plazo inicial. En la sección 2.5 se presenta un análisis de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro por sector e instrumento. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor. En la sección 2.7 se presenta un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento basadas en las operaciones expresadas, en términos de variaciones interanuales.

A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopiló de conformidad con diversos Reglamentos del BCE sobre el balance del sector de instituciones financieras monetarias. A partir de julio de 2010 se recopila de conformidad con el Reglamento BCE/2008/32<sup>2</sup>. En la tercera edición del manual «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, marzo de 2007), se detallan las definiciones de los sectores.

En la sección 2.8 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En el sitio web del BCE se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El balance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan por política de inversión [es decir, fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (*hedge fund*) y otros fondos] y por tipo de fondo (es decir, fondos de inversión de capital variable y de capital fijo). En la sección 2.9 se presenta más información sobre los principales tipos de activos mantenidos por los fondos de inversión de la zona del euro. En esta sección se incluye el detalle geográfico de los emisores

2 DO L 15, de 20.01.2009, p. 14.

de los valores mantenidos por los fondos de inversión, desagregados por sector económico cuando son residentes en la zona del euro.

Desde diciembre de 2008, la información estadística armonizada se ha recopilado de conformidad con el Reglamento BCE/2007/8<sup>3</sup>, sobre estadísticas de los activos y los pasivos de los fondos de inversión. Para más información sobre estas estadísticas de los fondos de inversión, véase el documento «Manual on investment fund statistics» (BCE, mayo de 2009).

En la sección 2.10 se presenta el balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización residentes en la zona del euro. La titulización supone, generalmente, la transferencia de un activo o de un conjunto de activos a una sociedad instrumental, declarándose dichos activos en su balance como préstamos titulizados, valores distintos de acciones u otros activos titulizados. Otra posibilidad es transferir el riesgo de crédito de un activo o de un conjunto de activos a una sociedad instrumental mediante seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés), garantías u otro mecanismo similar. Los activos de garantía que mantiene la sociedad instrumental para hacer frente a estos riesgos adoptan normalmente la forma de un depósito mantenido en una IFM o invertido en valores distintos de acciones. Las sociedades instrumentales titulan habitualmente préstamos originados en el sector de IFM y han de declarar esos préstamos en su balance estadístico, independientemente de que las normas contables pertinentes permitan a la IFM dar de baja los préstamos. Los datos sobre los préstamos titulizados por sociedades instrumentales que, no obstante, se mantienen en el balance de la IFM correspondiente (y, por lo tanto, en las estadísticas de las IFM) se presentan por separado. Estos datos trimestrales se recopilan de conformidad con el Reglamento BCE/2008/30<sup>4</sup> a partir de diciembre de 2009.

En la sección 2.11 se presenta el balance agregado de las empresas de seguros y fondos de pensiones residentes en la zona del euro. Las empresas de seguros abarcan los sectores de seguros y reaseguros, mientras que los fondos de pensiones incluyen las entidades con autonomía para la toma de decisiones y un conjunto completo de cuentas (fondos de pensiones autónomos). Esta sección incluye también una desagregación geográfica y un detalle por sectores de las entidades de contrapartida emisoras de valores distintos de acciones en poder de las empresas de seguros y fondos de pensiones.

## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados a precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado sucintamente, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: 1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; 2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de rentas de la propiedad (para el total de la economía; el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); 3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo

3 DO L 211, de 11.08.2007, p. 8.

4 DO L 15, de 20.01.2009, p. 1.

varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; 4) la cuenta de utilización de la renta, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; 5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias de capital netas a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad de financiación), y 6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de activos financieros y de pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las «cuentas no financieras» de la zona del euro (es decir, las cuentas 1) a 5) descritas anteriormente), siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros y no financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilita una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y fondos de pensiones.

## MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que habían adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición en sus distintas etapas), salvo las de emisiones de valores (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-17 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés

aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros concedidos a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión inferior o igual a un año (en casos excepcionales, inferior o igual a dos años). Los valores con i) un plazo a la emisión superior a un año, ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones por i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos, de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son básicamente comparables con los datos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro a cada categoría se calculan como una media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por las medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (euríbor); hasta esa fecha se aplicaban los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (libor). En el caso de Estados Unidos y Japón, los tipos de interés de los depósitos a tres meses están representados por el libor.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés a fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de

Svensson<sup>5</sup>. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye datos desestacionalizados del IAPC, elaborados por el BCE, así como índices experimentales de precios administrados, basados en el IAPC.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales<sup>6</sup>. Desde enero de 2009, en la elaboración de las estadísticas coyunturales se ha aplicado la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2 y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos<sup>7</sup>. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007<sup>8</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación

5 Véase L. E. Svensson, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», CEPR Discussion Papers, n.º 1051, Centre for Economic Policy Research, Londres, 1994.

6 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

7 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

8 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>9</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>10</sup>. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por este) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 5 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95<sup>11</sup>. El SEC 95 fue modificado por el Reglamento (UE) nº 715/2010 de la Comisión, de 10 de agosto de 2010<sup>12</sup> que implantó la NACE Revisión 2, la Nomenclatura estadística de actividades económicas actualizada. La publicación de las cuentas nacionales de la zona del euro con esta nueva nomenclatura se inició en diciembre de 2011.

Los índices de cifra de negocios en la industria y en el comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), incluido el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que siguen las directrices de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en las que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

9 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

10 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

11 DO L 310, de 30.11.1996, p.1.

12 DO L 210, de 11.8.2010, p.1.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 han sido elaborados por el BCE a partir de las exigencias de información estadística establecidas en la Orientación del BCE, de 31 de julio de 2009, sobre las estadísticas de las finanzas públicas (BCE/2009/20)<sup>13</sup>. Los datos armonizados facilitados por los BCN se actualizan regularmente. Por tanto, los datos anuales agregados relativos al déficit y a la deuda de la zona del euro pueden diferir de los publicados por la Comisión Europea. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos elaborados por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>14</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas a su valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento de déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos sobre el déficit/superávit y la deuda de las Administraciones Públicas de cada uno de los países de la zona del euro, como se informó a la Comisión, de conformidad con el Reglamento (UE) n° 679/2010 del Consejo, debido a su importancia en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por los efectos de tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sin desestacionalizar sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas<sup>15</sup>. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

## TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)<sup>16</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>17</sup>. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de información de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión exterior directa (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información

13 DO L 228, de 1.9.2009, p. 25.

14 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

15 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

16 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

17 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmf.org](http://www.cmf.org)) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En el sitio web del BCE puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

El 9 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó la Orientación sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas exteriores (BCE/2011/23)<sup>18</sup>. Este acto jurídico establece nuevas exigencias de información en materia de estadísticas exteriores, que responden, principalmente, a los cambios metodológicos introducidos en la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI (MBP6). El BCE empezará a publicar las estadísticas de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de reservas internacionales de conformidad con la Orientación BCE/2011/23 y el MBP6 en 2014, con series históricas. Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Estos datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE y organismos internacionales (que, salvo el BCE y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) así como de los centros financieros extraterritoriales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

<sup>18</sup> DO L 65, de 3.3.2012, p. 1.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la PII trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. El detalle de las variaciones de la PII anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones en el que se utiliza información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a las inversiones directas por residentes en el extranjero y a las inversiones directas por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones para la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos incluidos en las reservas internacionales del Eurosistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros activos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones en oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En el sitio web del BCE puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a no residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 11). En la sección «Statistics» del sitio web del BCE puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, las Administraciones Públicas y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio FOB (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, e incluyen todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

## TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica

una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas con los socios comerciales de la zona correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003, 2004-2006 y 2007-2009, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cinco conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del índice de tipos de cambio efectivo (TCE) resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-20 está integrado por los 10 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-19 excluye Croacia. El grupo TCE-39 incluye, además de los del TCE-20, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Filipinas, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo (IPC), los índices de precios industriales (IPRI), los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas (CLUM) y los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT). Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el TCE-19.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse la nota metodológica pertinente y el Occasional Paper del BCE n.º 134 («Revisiting the effective exchange rates of the euro», de Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro y Cristina Pinheiro, junio de 2012), que puede descargarse del sitio web del BCE.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados diariamente como tipos de referencia para estas monedas. El tipo de cambio más reciente de la corona islandesa es de 290 coronas por euro y corresponde al 3 de diciembre de 2008.

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Sin embargo, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta que se muestran en este cuadro siguen los respectivos conceptos nacionales y no incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

## ANEXOS

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 12 DE ENERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

### 9 DE FEBRERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También ha aprobado los criterios de admisión y las medidas de control de riesgos específicos a cada país para la aceptación temporal de otros créditos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema.

### 8 DE MARZO, 4 DE ABRIL Y 3 DE MAYO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

### 6 DE JUNIO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo, acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 15 de enero de 2013; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

### 5 DE JULIO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,75 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de julio de 2012. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 1,50 % y el 0,00 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de julio de 2012.

### 2 DE AGOSTO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente.

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2011 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

#### **6 DE SEPTIEMBRE DE 2012**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente. Asimismo, decide las características de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, en sus siglas en inglés) en los mercados secundarios de deuda soberana de la zona del euro.

#### **4 DE OCTUBRE Y 8 DE NOVIEMBRE DE 2012**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente.

#### **6 DE DICIEMBRE DE 2012**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente. Asimismo, acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 9 de julio de 2013; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

#### **10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 7 DE MARZO Y 4 DE ABRIL DE 2013**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0 %, respectivamente.

#### **2 DE MAYO DE 2013**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,50 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de mayo de 2013. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1 % con efectos a partir del 8 de mayo de 2013, y mantener el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 0 %. También acuerda los detalles relativos a las modalidades y a los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 8 de julio de 2014; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

### 6 DE JUNIO, 4 DE JULIO, 1 DE AGOSTO, 5 DE SEPTIEMBRE Y 2 DE OCTUBRE DE 2013

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,50%, 1% y 0%, respectivamente.

### 7 DE NOVIEMBRE DE 2013

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de noviembre de 2013. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,75% con efectos a partir del 13 de noviembre de 2013, y mantener el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 0%. También acuerda los detalles relativos a las modalidades y a los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 7 de julio de 2015; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

### 5 DE DICIEMBRE DE 2013, 9 DE ENERO, 6 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 3 DE ABRIL Y 8 DE MAYO DE 2014

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,25%, 0,75% y 0%, respectivamente.

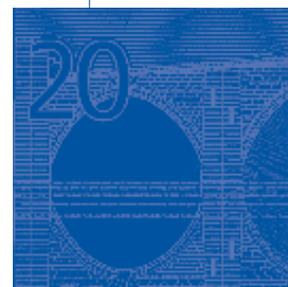
### 5 DE JUNIO DE 2014

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) en 10 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,15%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de junio de 2014. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 35 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,40%, y el tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, hasta el -0,10%, ambos con efectos a partir del 11 de junio de 2014. También decide adoptar nuevas medidas no convencionales, a saber: i) realizar una serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operation*, TLTRO), con vencimiento en septiembre de 2018, para apoyar el crédito bancario al sector privado no financiero, con un tipo de interés fijo para todo el período de vigencia de cada operación igual al tipo aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema vigente en el momento de su realización, más un diferencial de 10 puntos básicos; ii) continuar ejecutando las OPF mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, al menos hasta el fin del período de mantenimiento de reservas que terminará en diciembre de 2016; iii) ejecutar las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres meses que se adjudicarán antes del fin del período de mantenimiento de reservas que terminará en diciembre de 2016 mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena; iv) interrumpir la operación semanal de ajuste dirigida a esterilizar la liquidez inyectada a través del Programa para los Mercados de Valores; v) intensificar los trabajos preparatorios relacionados con las compras simples en el mercado de bonos de titulación de activos (ABS).





## EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)



TARGET2<sup>1</sup> desempeña un papel fundamental en la promoción de un mercado monetario integrado en la zona del euro, condición indispensable para la ejecución eficaz de la política monetaria única. El sistema contribuye, además, a la integración de los mercados financieros de la zona. Un gran número de participantes puede acceder a TARGET2. Casi 1.000 entidades de crédito europeas usan TARGET2 para procesar pagos por cuenta propia, de otros participantes (indirectos) o de sus clientes. Si se tienen en cuenta las sucursales y filiales, a través de TARGET2 puede accederse a casi 57.000 entidades de crédito de todo el mundo (y, por tanto, a todos sus clientes).

TARGET2 se utiliza para procesar grandes pagos, y pagos en los que el factor tiempo es un elemento crítico, como los que se efectúan para facilitar la liquidación en otros sistemas interbancarios de transferencia de fondos (por ejemplo, el sistema CLS o el EURO1), y para la liquidación de operaciones en el mercado monetario, así como de operaciones en divisas y con valores. El sistema se emplea también para los pagos minoristas de clientes. TARGET2 proporciona firmeza intradía para las transacciones y permite que los fondos abonados en la cuenta de un participante estén disponibles inmediatamente para realizar otros pagos.

### FLUJOS DE PAGOS EN TARGET2

En el primer trimestre de 2014, TARGET2 procesó 22.839.642 operaciones por un importe total de 123.842 mm de euros, lo que representa una media diaria de 362.534 pagos por un importe medio diario de 1.966 mm de euros. El día de máxima actividad de TARGET2 durante este trimestre fue el 31 de marzo, fecha en la que se procesaron 504.852 pagos. Con una cuota de mercado del 61 % en lo que respecta al número de operaciones y del 91 % en cuanto al importe, TARGET2 mantuvo su posición dominante en el mercado de grandes pagos en euros. El tamaño de la cuota de mercado de TARGET2 confirma que las entidades de crédito tienen gran interés en realizar la liquidación en dinero de banco central. Los pagos interbancarios representaron el 39 % de los pagos totales en lo que se refiere al número de operaciones y el 91 % en cuanto al importe. El importe medio de un pago interbancario procesado en el sistema fue de 12,6 millones de euros, y el de un pago de clientes fue de 0,8 millones de euros. El 67 % de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 13 % fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos por importe superior a mil millones de euros se situó en 215 operaciones. Todas estas cifras son similares a las registradas en el trimestre anterior.

### PERFIL INTRADÍA DE LAS OPERACIONES Y LOS IMPORTES

El gráfico muestra la distribución intradía de la actividad de TARGET2, es decir, el porcentaje medio de operaciones e importes diarios procesados en las diferentes horas del día, para el primer trimestre de 2014. Por lo que se refiere al porcentaje de operaciones, la curva se sitúa muy por encima de la distribución lineal, con un 70 % de las operaciones ya procesado a las 13.00 h, hora central europea, y con el 99,6 % liquidado una hora antes del cierre de TARGET2. En cuanto a los importes, la curva se sitúa ligeramente por encima de la distribución lineal hasta la mitad de la jornada, con alrededor del 59 % ya procesado a las 13 h, hora central europea. Posteriormente, la curva se aproxima más a la distribución lineal, lo que indica que los pagos de mayor importe se liquidan en torno a la hora de cierre de TARGET2.

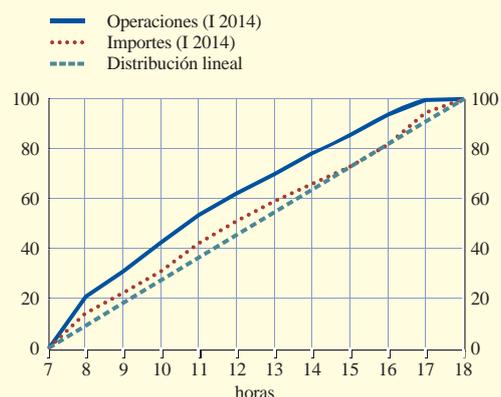
1 TARGET2 es la segunda generación de TARGET y entró en funcionamiento en 2007.

## DISPONIBILIDAD DE TARGET2 Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el primer trimestre de 2014, TARGET2 logró una disponibilidad del 100%. Las únicas incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET2 son las que impiden completamente que se procesen pagos durante diez minutos o más entre las 7.00 h y las 18.45 h de un día hábil. Todos los pagos que hay que liquidar normalmente para cumplir con los niveles de servicios acordados<sup>2</sup> se procesaron en menos de cinco minutos, por lo que se cumplieron plenamente las expectativas.

Gráfico I Perfil intradía

(porcentajes)



Fuente: BCE.

- 2 Los pagos que se derivan de los procedimientos de liquidación llevados a cabo a través de la interfaz para sistemas vinculados se encuentran entre los excluidos para medir la disponibilidad. En el siguiente enlace se puede encontrar más información sobre los indicadores de disponibilidad: <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2/professional/indicators/html/index.en.html>.

Cuadro I Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO1: número de operaciones

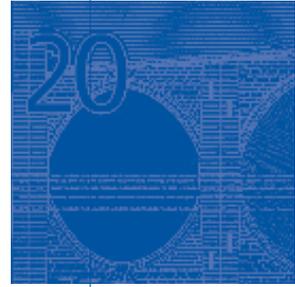
(número de pagos)	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I
<b>TARGET2</b>					
Total	22.321.754	23.600.140	22.827.447	23.840.793	22.839.642
Media diaria	360.028	374.605	345.870	372.512	368.381
<b>EURO1 (EBA Clearing)</b>					
Total	15.800.866	16.614.190	15.919.832	15.802.209	14.491.603
Media diaria	254.853	263.717	241.210	246.910	233.736

Notas: En enero de 2013, para mejorar la calidad de los datos de TARGET2, se implantó una nueva metodología para la obtención de datos. El cambio dio lugar a una disminución en los indicadores basados en el importe. Ello ha de tenerse en cuenta al comparar los datos anteriores y posteriores a la fecha de implantación.

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO1: importe de las operaciones

(mm de euros)	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I
<b>TARGET2</b>					
Total	122.916	125.266	121.184	124.076	123.842
Media diaria	1.983	1.988	1.836	1.939	1.966
<b>EURO1 (EBA Clearing)</b>					
Total	12.794	12.514	11.676	11.695	11.757
Media diaria	206	199	177	183	187

Nota: Véanse notas del cuadro 1.



## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El BCE publica distintos documentos que proporcionan información sobre sus principales actividades: política monetaria, estadísticas, sistemas de pago y de liquidación de valores, estabilidad y supervisión financieras, cooperación internacional y europea y asuntos jurídicos.

### PUBLICACIONES ESTATUTARIAS

- Informe Anual
- Informe de Convergencia
- Boletín Mensual

### DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

### PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

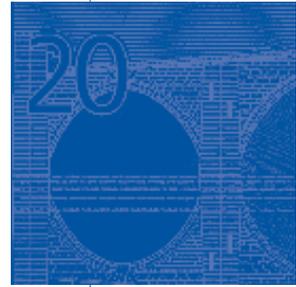
- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- El Banco Central Europeo: historia, papel y funciones
- The international role of the euro
- La aplicación de la política monetaria en la zona del euro («Documentación General»)
- La política monetaria del BCE
- The payment system

El BCE también publica folletos e información sobre distintos temas, como billetes y monedas en euros, así como actas de seminarios y conferencias.

La lista completa de documentos (en formato pdf) publicados por el BCE y por el Instituto Monetario Europeo, el precursor del BCE de 1994 a 1998, se encuentra en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Los códigos de idioma indican en qué lengua está disponible cada publicación.

Salvo indicación en contrario, para realizar suscripciones o recibir gratuitamente copia impresa de las publicaciones, siempre que haya existencias, se ruega ponerse en contacto con [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).





## GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Activos de garantía:** activos pignorados o transferidos de algún modo como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos como parte de las cesiones temporales. Los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema deben cumplir determinados criterios de selección.

**Activos exteriores netos de las IFM:** activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

**Administraciones Públicas:** según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas):** la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

**Apoyo reforzado al crédito:** medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Balanza de pagos:** información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

**Base de reservas:** suma de las rúbricas del balance computables (en particular, pasivos) que constituyen la base para calcular las *exigencias de reservas* de una *entidad de crédito*.

**Comercio exterior de bienes:** exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza

de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

**Costes laborales unitarios:** medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

**Cuenta corriente:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

**Cuenta de capital:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

**Cuentas de capital:** parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

**Cuenta de transferencias corrientes:** cuenta de la balanza de pagos en la que se registra el valor de recursos reales o financieros cuando se transfieren sin recibir ninguna contrapartida. Las transferencias corrientes incluyen todas las transferencias que no son de capital.

**Cuenta de rentas:** cuenta de la balanza de pagos que incluye dos tipos de transacciones con no residentes: i) las que suponen el pago/cobro de remuneración de asalariados no residentes/residentes, y ii) las que suponen el cobro/pago de rentas de la inversión derivadas de la propiedad de activos/pasivos financieros exteriores y que incluyen rentas de inversión directa, inversión de cartera y otra inversión, y también ingresos procedentes de activos de reserva.

**Cuenta financiera:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

**Cuentas financieras:** parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

**Curva de rendimientos:** representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deflación:** descenso significativo y persistente de los precios de un amplio conjunto de bienes y servicios de consumo que queda incorporado a las expectativas.

**Desinflación:** proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

**Deuda (Administraciones Públicas):** deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

**Deuda (cuentas financieras):** préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

**Deuda externa bruta:** el saldo vivo de los pasivos corrientes reales (es decir, no contingentes) de una economía que exigen el pago del principal o de los intereses a los no residentes en algún momento futuro.

**Deuda pública indexada a la inflación:** valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Empresas de seguros y fondos de pensiones:** sociedades y cuasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financiera resultante de la compensación de riesgos.

**Encuesta a expertos en previsión económica (EPE):** encuesta trimestral que el BCE ha llevado a cabo desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

**Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB):** encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la

construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** definida por el Consejo de Gobierno como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**Euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra. El euríbor se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

**Exceso de liquidez:** cantidad de reservas mantenidas por las entidades de crédito en el banco central por encima de las necesidades de liquidez agregadas del sistema bancario, determinadas por las exigencias de reservas y los factores autónomos.

**Exigencia de reservas:** exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. El cumplimiento de las exigencias se calcula sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

**Facilidad de depósito:** facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

**Facilidad marginal de crédito:** facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

**Factores autónomos de liquidez:** factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

**Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario):** instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

**Forward guidance:** comunicación del Consejo de Gobierno sobre la orientación condicional de la política monetaria con respecto a la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE.

**IFM (instituciones financieras monetarias):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen i) el Eurosistema, ii) las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho de la UE), iii) las instituciones financieras cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos), así como entidades de dinero electrónico que se dedican principalmente a la intermediación financiera emitiendo dinero electrónico, y iv) fondos del mercado monetario, esto es, instituciones de inversión colectiva que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Inflación:** incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Inversiones de cartera:** operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

**Inversiones directas:** inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

**M1:** agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Necesidad de financiación (Administraciones Públicas):** contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

**Operaciones de absorción de liquidez:** operación a través de la cual el Eurosistema absorbe liquidez con el fin de reducir el exceso de liquidez o de crear una escasez de fondos. Tales operaciones pueden llevarse a cabo mediante la emisión de certificados de deuda o de depósitos a plazo fijo.

**Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML):** operación de mercado abierto con vencimiento superior a una semana realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y 36 meses, con periodicidad variable.

**Operación de mercado abierto:** operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Estas operaciones incluyen operaciones temporales, operaciones simples, así como la emisión de depósitos a plazo fijo o certificados de depósitos o *swaps* de divisas. Las operaciones de mercado abierto pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

**Operación principal de financiación (OPF):** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante procedimientos de subasta estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Operación temporal:** operación por la cual el BCN compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

**Otras inversiones:** rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

**Paridad central (o tipo central):** tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Paridad del poder adquisitivo (PPA):** tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona

del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado o por hora trabajada:** remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

**Reservas internacionales:** activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

**Saldo fiscal estructural (Administraciones Públicas):** el saldo presupuestario observado ajustado por factores cíclicos (es decir, el saldo ajustado de ciclo) y por medidas fiscales de carácter extraordinario y transitorio.

**Saneamiento parcial:** ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

**Saneamiento total:** eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

**Sociedad instrumental:** entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulización. Suele emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas, y que están respaldados por una cartera de activos (habitualmente préstamos) que mantiene la sociedad instrumental. En algunos casos, en la operación de titulización pueden participar varias sociedades instrumentales, de modo que una sociedad mantiene los activos titulizados y otra emite los valores respaldados por dichos activos.

**Subasta a tipo de interés fijo:** procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena:** procedimiento de subasta en el que el banco central especifica previamente el tipo de interés (tipo fijo) y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán (adjudicación plena).

**Subasta a tipo de interés variable:** procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tasa de inflación implícita:** diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indexado a la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a grupos diferentes de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés de las IFM:** tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** tipos de interés que fija el *Consejo de Gobierno* y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

**Tipo máximo de puja:** tipo de interés más alto al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las operaciones de drenaje de liquidez ejecutadas mediante subastas a tipo de interés variable.

**Tipo mínimo de puja:** tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las operaciones de inyección de liquidez ejecutadas mediante subastas a tipo de interés variable.

**Titulización:** operación o sistema por el que un activo o un conjunto de activos que generan un flujo financiero, que suelen ser préstamos (hipotecas, préstamos al consumo, etc.), es transferido del originador (habitualmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. Esta sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos de renta fija que atienden el pago del principal y los intereses con los flujos financieros generados por el conjunto de activos.

**Vacantes:** término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5 %.

**Valores de renta variable:** representan una participación en la propiedad de una empresa, es decir, acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores distintos de acciones:** representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad:** el grado de fluctuación de una variable dada.

**Volatilidad implícita:** la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

**Zona del euro:** incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.

