



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2014

02 | 2014

03 | 2014

04 | 2014

05 | 2014

06 | 2014

07 | 2014

08 | 2014

09 | 2014

10 | 2014

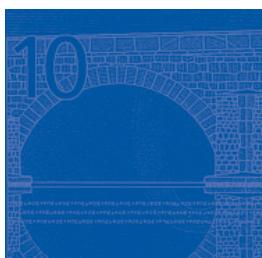
11 | 2014

12 | 2014

BOLETÍN MENSUAL  
SEPTIEMBRE



BANCO CENTRAL EUROPEO  
EUROSISTEMA



## BOLETÍN MENSUAL SEPTIEMBRE 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 3 de septiembre 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	9
<b>Recuadro 1</b> Evolución económica reciente en Japón	15
2 Evolución monetaria y financiera	25
<b>Recuadro 2</b> Evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro	32
<b>Recuadro 3</b> Estimación de la situación de liquidez esperada en la zona del euro	37
<b>Recuadro 4</b> Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 14 de mayo y el 12 de agosto de 2014	45
3 Precios y costes	68
<b>Recuadro 5</b> La sensibilidad de los componentes del IAPC a variaciones en el grado de holgura de la economía	70
4 Producto, demanda y mercado de trabajo	79
5 Evolución de las finanzas públicas	90
<b>Recuadro 6</b> El saldo estructural como indicador de la posición presupuestaria subyacente	91
<b>Recuadro 7</b> Recomendaciones específicas de política fiscal por país en el contexto del Semestre Europeo 2014	97
<b>ARTÍCULO</b>	
Proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro	103
<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	SI
<b>ANEXOS</b>	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)	V
Publicaciones del Banco Central Europeo	VII
Glosario	IX

## ABREVIATURAS

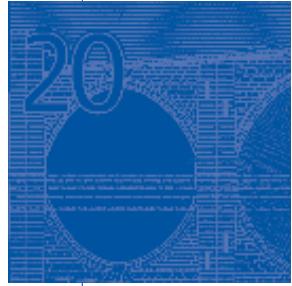
### PAÍSES

BE	Bélgica	LU	Luxemburgo
BG	Bulgaria	HU	Hungría
CZ	República Checa	MT	Malta
DK	Dinamarca	NL	Países Bajos
DE	Alemania	AT	Austria
EE	Estonia	PL	Polonia
IE	Irlanda	PT	Portugal
GR	Grecia	RO	Rumanía
ES	España	SI	Eslovenia
FR	Francia	SK	Eslovaquia
HR	Croacia	FI	Finlandia
IT	Italia	SE	Suecia
CY	Chipre	UK	Reino Unido
LV	Letonia	JP	Japón
LT	Lituania	US	Estados Unidos

### OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Banco central nacional
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CIF	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes laborales unitarios de las manufacturas
CLUT	Costes laborales unitarios del total de la economía
NACE	Nomenclatura estadística de actividades económicas de la Unión Europea
CUCI Rev. 4	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 4)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
FOB	Franco a bordo en la frontera del exportador
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
IFM	Institución financiera monetaria
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de precios de consumo
IPRI	Índice de precios industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto interior bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas 1995
TCE	Tipo de cambio efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

De acuerdo con la práctica de la UE, los países de la UE se enumeran en este Boletín en el orden alfabético correspondiente a las respectivas lenguas nacionales.



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de septiembre de 2014, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 10 puntos básicos, hasta el 0,05 %, y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 10 puntos básicos, hasta el 0,30 %. El tipo aplicable a la facilidad de depósito se rebajó en 10 puntos básicos, hasta el –0,20 %. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió comenzar a adquirir activos del sector privado no financiero. El Eurosistema adquirirá una amplia cartera de bonos de titulización de activos (ABS) simples y transparentes cuyos activos subyacentes sean derechos frente al sector privado no financiero de la zona del euro, en el marco de un programa de adquisiciones de ABS. Ello refleja el papel del mercado de ABS para facilitar nuevos flujos de crédito para la economía y sigue a la intensificación de los trabajos preparatorios en este ámbito, de acuerdo con las decisiones del Consejo de Gobierno adoptadas en junio. En paralelo, el Eurosistema comprará asimismo una amplia cartera de bonos garantizados denominados en euros emitidos por IFM domiciliadas en la zona del euro en el marco de un nuevo programa de adquisición de bonos garantizados (CBPP3). Las intervenciones en el marco de estos programas comenzarán en octubre de 2014. Las modalidades detalladas de estos programas se anunciarán tras la reunión del Consejo de Gobierno del 2 de octubre de 2014. Las nuevas medidas adoptadas, junto con las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico que se llevarán a cabo en breve, tendrán un impacto considerable en el balance del Eurosistema.

Estas decisiones reforzarán la gama de medidas adoptadas en los últimos meses. En particular, respaldarán las indicaciones prospectivas del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales del BCE (*forward guidance*) y reflejan el hecho de que existen diferencias significativas y crecientes en el ciclo de la política monetaria entre las economías avanzadas más importantes. Dichas decisiones contribuirán a mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y a respaldar la provisión de crédito al conjunto de la economía. En su análisis, el Consejo de Gobierno ha tenido en cuenta las perspectivas generales de baja inflación, el debilitamiento del impulso del crecimiento en la zona de euro durante los últimos meses y la continuada atonía de la evolución monetaria y crediticia. Las decisiones del 4 de septiembre de 2014, junto con las demás medidas en vigor, han sido adoptadas con vistas a respaldar el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. Estas medidas, según se vayan transmitiendo a la economía, contribuirán a que la inflación vuelva a situarse en tasas más próximas al 2 %. 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 lo que respecta al análisis económico, tras cuatro trimestres de expansión moderada, el PIB real de la zona del euro se mantuvo en el segundo trimestre de este año sin variación respecto del trimestre anterior. Aunque reflejó en parte factores de carácter puntual, este resultado fue más débil de lo esperado. En lo que se refiere al tercer trimestre, los datos de las encuestas disponibles hasta agosto indican una pérdida de impulso del crecimiento cíclico, aunque sigue siendo consistente con una expansión moderada.

La demanda interna debería verse respaldada por las medidas de política monetaria adoptadas, las mejoras actuales de las condiciones de financiación, los progresos logrados en el saneamiento presupuestario y las reformas estructurales, y el efecto positivo del descenso de los precios energéticos en la renta real disponible. Además, la demanda de exportaciones debería beneficiarse de la recuperación mundial. Al mismo tiempo, es probable que el elevado nivel de desempleo, el considerable grado de capacidad productiva no utilizado, la continuación del crecimiento negativo de los préstamos concedidos

por las IFM al sector privado y los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado sigan frenando el ritmo de la recuperación. Respecto al futuro, es necesario un atento seguimiento de los factores y supuestos clave que determinan las perspectivas de crecimiento.

Estos elementos se reflejan en las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, que prevén que el PIB real aumente un 0,9% en 2014, un 1,6% en 2015 y un 1,9% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la previsión de crecimiento del PIB real para 2014 y 2015 se ha revisado a la baja, mientras que la correspondiente a 2016 se ha revisado al alza.

El Consejo de Gobierno considera que existen riesgos a la baja en las perspectivas económicas para la zona del euro. En particular, la pérdida de impulso de la economía podría frenar la inversión privada y el aumento de los riesgos geopolíticos podría tener un impacto negativo adicional para la confianza de los consumidores y de las empresas. Otro riesgo a la baja está relacionado con las insuficientes reformas estructurales introducidas en los países de la zona del euro.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 0,3% en agosto de 2014, frente al 0,4% registrado en julio. Este descenso se debe fundamentalmente a una menor inflación de los precios de la energía, mientras que el resto de los componentes principales del IAPC se mantuvo prácticamente sin variación. Las tasas de inflación se han mantenido en niveles bajos durante un período de tiempo ya considerable. Las decisiones del 4 de septiembre, junto con las demás medidas en vigor, han sido adoptadas con vistas a respaldar el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. Sobre la base de la información disponible, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles bajos durante los próximos meses y que aumente gradualmente durante 2015 y 2016.

Las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE prevén que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 0,6% en 2014, en el 1,1% en 2015 y en el 1,4% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la previsión de la inflación para 2014 se ha revisado a la baja. Las proyecciones para 2015 y 2016 se han mantenido sin variación.

El Consejo de Gobierno, teniendo en cuenta las medidas adoptadas el 4 de septiembre, seguirá realizando un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo. En este contexto, el Consejo de Gobierno prestará una especial atención a las posibles repercusiones derivadas de la atonía de la dinámica del crecimiento, la situación geopolítica, la evolución del tipo de cambio y la transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas.

En lo concerniente al análisis monetario, los datos de julio de 2014 siguen apuntando a un débil crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3), con una tasa de crecimiento interanual del 1,8% en julio, frente al 1,6% registrado en junio. El crecimiento del agregado monetario estrecho M1 se situó en el 5,6% en julio, frente al 5,4% registrado en junio. 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, continuó siendo un importante factor del crecimiento anual de M3.

La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustada de ventas y titulizaciones) siguió siendo negativa, situándose en el -2,2% en julio, sin variación respecto a la del mes

anterior. Sin embargo, las amortizaciones netas volvieron a ser sustanciales en julio. La concesión de préstamos a las sociedades no financieras continúa reflejando su retraso con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio, los factores de oferta de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustado de ventas y titulizaciones) se situó en el 0,5% en julio, prácticamente sin variación desde comienzos de 2013.

En el contexto de debilidad del crecimiento crediticio, el BCE está finalizando la evaluación global de los balances de las entidades de crédito, que reviste una importancia primordial para superar las restricciones de la oferta de crédito.

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 para incrementar el grado de acomodación de la política monetaria y respaldar el crédito a la economía real.

En lo que concierne a las reformas estructurales, en algunos Estados miembros se han dado pasos importantes, mientras que en otros sigue siendo necesaria legislación al efecto y su aplicación. Resulta claro que dichos esfuerzos han de cobrar impulso en este momento, a fin de lograr un aumento sostenible del crecimiento y del empleo en la zona del euro. Es imprescindible la introducción de reformas estructurales ambiciosas en los mercados de productos y de trabajo, así como la adopción de medidas dirigidas a mejorar el entorno empresarial. En cuanto a las políticas fiscales, el saneamiento integral de las finanzas públicas realizado en los últimos años ha contribuido a reducir los desequilibrios presupuestarios. Los países de la zona del euro deberían mantener los progresos logrados en el ámbito del saneamiento presupuestario y actuar conforme a las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El Pacto representa un ancla para la confianza, y la flexibilidad que ofrecen sus normas permite afrontar los costes presupuestarios derivados de reformas estructurales importantes y respaldar la demanda. Existe también margen para lograr una composición más favorable al crecimiento de las políticas fiscales. Una aplicación plena y consistente del marco de vigilancia fiscal y macroeconómica de la zona del euro es imprescindible para el descenso de las elevadas ratios de deuda pública, el incremento del potencial de crecimiento y el aumento de la capacidad de resistencia de la zona del euro ante las perturbaciones.

La presente edición del Boletín Mensual contiene un artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE».



# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

*La economía mundial mejora de forma sostenida, aunque se mantiene la fragilidad en un entorno de persistentes divergencias en la dinámica de crecimiento según las regiones. Tras un vacilante comienzo de año, la actividad económica mundial se fortaleció en el segundo trimestre, con un impulso más firme en la mayoría de las economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos, y una recuperación en las economías emergentes, que tuvo origen, principalmente, en el repunte registrado en China. Los indicadores de opinión recientes sugieren un ritmo de crecimiento positivo y sostenido en el tercer trimestre. A medio plazo, el crecimiento a escala mundial debería recuperarse gradualmente, aunque sigue siendo más bien moderado, como consecuencia de las restricciones de la capacidad de producción, los desequilibrios macroeconómicos o financieros, la incertidumbre de las políticas económicas y los riesgos geopolíticos. El comercio mundial ha experimentado un debilitamiento últimamente, pero hay señales de que remontará en el segundo semestre del año. La inflación mundial, tras el aumento registrado en el segundo trimestre, se redujo en julio. De cara al futuro, se prevé que las presiones inflacionistas sean limitadas en el contexto de una brecha de producción mundial que se va cerrando lentamente, de unos precios del petróleo relativamente estables y de unas expectativas de inflación firmemente ancladas.*

### I.I ACTIVIDAD ECONÓMICA Y COMERCIO MUNDIALES

Pese a la volatilidad a corto plazo, la economía mundial se mantiene en una senda de recuperación gradual y desigual. El crecimiento a escala mundial cobró impulso en el segundo trimestre, tras una desaceleración transitoria en los meses anteriores del año, respaldado por el renovado vigor de algunas de las principales economías avanzadas y emergentes. Las políticas monetarias sumamente acomodaticias aplicadas en las economías avanzadas y la mejora de la percepción global del riesgo han respaldado los mercados financieros y, en general, la recuperación económica mundial. Las estimaciones provisionales muestran que la actividad económica en los países del G-20 (excluida la zona del euro) creció un 0,8%,

Cuadro I Crecimiento del PIB real en algunas economías

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

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

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

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

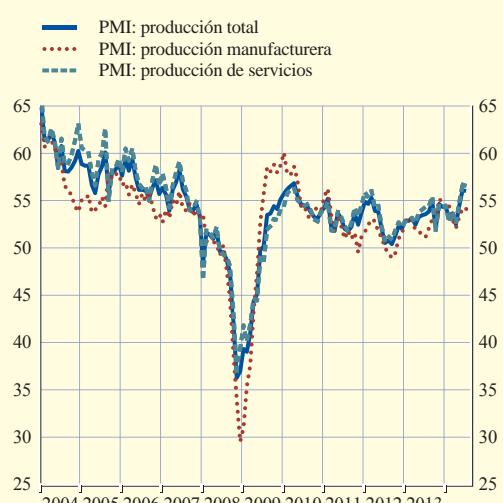
en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2014, en un contexto de persistentes divergencias entre unos países y otros (véase cuadro 1). Considerando la situación con más detalle, se observa que, en Estados Unidos, la actividad repuntó con fuerza en el segundo trimestre, una vez superado el impacto adverso de las pésimas condiciones meteorológicas y del lastre de las existencias. Al mismo tiempo, la mejora de la confianza de los hogares y los positivos efectos riqueza derivados del aumento de los precios de la vivienda contribuyeron al dinamismo sostenido de la economía en el Reino Unido. Por el contrario, la actividad experimentó una contracción en Japón, debido al reequilibrio de la demanda privada en el segundo trimestre, tras el adelanto del consumo en el primer trimestre en anticipación a la subida del IVA en abril. La evolución económica también ha sido desigual en el grupo de las economías emergentes. El crecimiento del PIB real repuntó con fuerza en el segundo trimestre en China, respaldado por las medidas de estímulo fiscal y una flexibilización de las condiciones crediticias, se moderó en India por la persistencia de las elevadas tasas de inflación y las deficiencias en materia de infraestructuras, y se tornó vacilante en Brasil y Rusia. Los efectos globales de la crisis de Ucrania han sido más bien limitados hasta ahora. No obstante, los consiguientes riesgos geopolíticos han aumentado de forma acusada, y la posible intensificación de las sanciones entre Rusia y otros países podría tener repercusiones significativas para el crecimiento mundial a través del comercio y los canales financiero y de confianza.

Los indicadores de opinión recientes sugieren que se mantendrá el impulso positivo en el tercer trimestre del año. Los fundamentos subyacentes siguen siendo sólidos en las economías avanzadas, mientras que, en las economías emergentes, una confluencia de factores económicos y políticos, incluidos los estrangulamientos estructurales y las tensiones geopolíticas, están obstaculizando una recuperación más vigorosa. Los datos más recientes del índice PMI global de producción de manufacturas y servicios, excluida la zona del euro, muestran un ligero aumento en agosto, impulsado principalmente por un fuerte aumento de los índices correspondientes a Estados Unidos y a Japón, que ha compensado una ligera caída del crecimiento en el sector manufacturero del Reino Unido (véase gráfico 1). Al mismo tiempo, en junio, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE, diseñados para anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, continuaron señalando un ritmo estable, por encima de la tendencia, en la mayoría de las economías avanzadas, pero un crecimiento en torno o inferior a la tendencia en las economías emergentes (véase gráfico 2), mientras que la ligera mejora del indicador de clima económico mundial del Ifo, correspondiente al tercer trimestre de 2014, refleja, principalmente, unas perspectivas más halagüeñas en Estados Unidos y en las economías emergentes de Asia.

El crecimiento del comercio mundial ha continuado debilitándose, siguiendo la misma trayectoria iniciada a finales del pasado año y registrando cifras ligeramente negativas en el segundo trimestre de 2014. Según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el volumen de las importaciones mundiales de bienes se redujo un 0,1% en el segundo trimestre, como consecuencia de la atonía de la actividad comercial en las economías emergentes de Asia, Europa Central y Oriental y

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

(datos mensuales desestacionalizados)

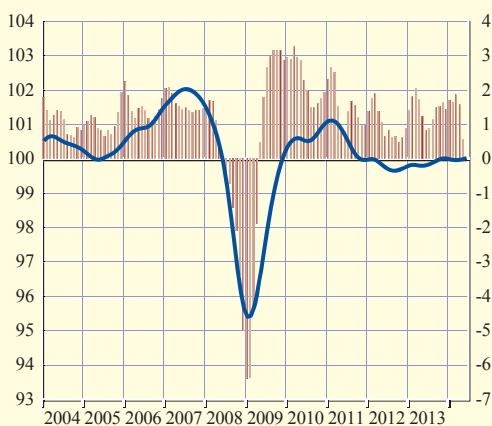


Fuente: Markit.

## Gráfico 2 Indicador sintético adelantado y producción industrial

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

— Indicador sintético adelantado (escala izquierda)  
■■■■■ Producción industrial (escala derecha)



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.

América Latina, así como en Japón, asociada, en parte, a las secuelas del incremento del IVA en abril. Aunque los datos de la balanza de pagos sobre el comercio de bienes y servicios también confirman cierta falta de dinamismo del comercio en el segundo trimestre, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero repuntó en agosto, tras haberse mantenido estable en torno al mismo nivel desde comienzos del año, lo que sugiere un repunte del comercio mundial en el corto plazo.

De cara al futuro, según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Euro sistema en septiembre de 2014 (véase el artículo publicado en este número del *Boletín Mensual*), se prevé que la actividad económica mundial se fortalezca gradualmente, pero la recuperación probablemente seguirá siendo lenta. A las economías avanzadas deberían beneficiarles cada vez más las políticas monetarias acomodaticias, la progresiva desaparición del desapalancamiento del sector privado y la consolidación fiscal, la mejora de la confianza y la caída del desempleo. Por el contrario, en varias economías emergentes, los problemas estructurales, como los déficits en materia de infraestructuras, las rigideces de los mercados de

## Cuadro 2 Evolución de los precios en algunas economías

(tasas de variación interanual)

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

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

productos y de trabajo y los desequilibrios internos y externos, probablemente limitarán el potencial de crecimiento, mientras que otras economías de este grupo han estado ajustándose al endurecimiento de las condiciones financieras desde mayo de 2013 y a la eventual normalización de la política monetaria en Estados Unidos. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio de 2014, las perspectivas de crecimiento mundial prácticamente no han variado, salvo por algunas revisiones automáticas al alza, debidas en su totalidad a una actualización de las ponderaciones utilizadas para construir los agregados mundiales.

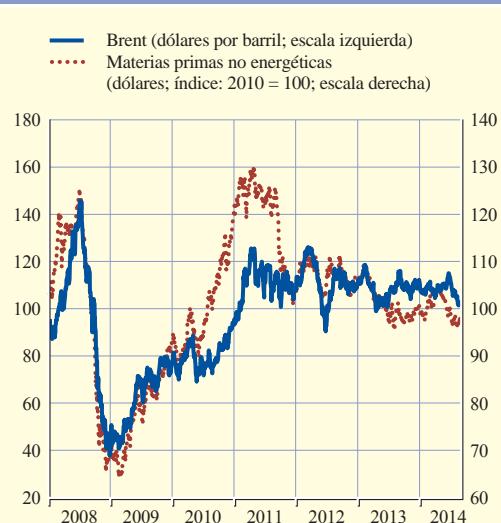
Las perspectivas mundiales siguen estando sujetas a riesgos a la baja. La intensificación de los riesgos geopolíticos, así como la evolución de los mercados financieros mundiales y las economías emergentes podrían afectar negativamente a la situación económica.

## 1.2 EVOLUCIÓN MUNDIAL DE LOS PRECIOS

La inflación mundial, tras un período de relativa moderación en 2013 y en el primer trimestre de 2014, aumentó en el segundo trimestre de 2014. La inflación general medida por los precios de consumo repuntó hasta el 2,1%, en tasa interanual, en los países de la OCDE en el segundo trimestre de 2014, desde el 1,6% en tasa interanual registrado en el primer trimestre del año, pero descendió ligeramente, hasta el 1,9%, en julio, debido a una contribución algo menor del componente energético. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE, medida por el IPC, aumentó en el segundo trimestre y se mantuvo estable en el 1,9% en julio. Más recientemente, la inflación ha evolucionado de forma dispar en las economías emergentes más grandes: la inflación medida por el IPC ha venido mostrando una tendencia alcista desde comienzos del año en Brasil y en Rusia, pero se ha estabilizado en tasas más reducidas en China y en India en comparación con el segundo semestre de 2013 (véase cuadro 2). De cara al futuro, se prevé que las presiones inflacionistas seguirán estando contenidas en un entorno de capacidad productiva sin utilizar todavía escasa y expectativas de inflación relativamente bien ancladas.

Los precios de la energía, que son un importante factor determinante de la inflación a escala mundial, se han reducido desde comienzos del año. Pese a las tensiones geopolíticas que afectan a los principales productores de petróleo, no se han observado perturbaciones en la oferta susceptibles de provocar una subida de los precios internacionales del crudo; al mismo tiempo, el crecimiento de la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos se ha mantenido estable. Tras un breve pico a mediados de junio, los precios del petróleo han bajado desde comienzos de julio (véase gráfico 3). El 3 de septiembre de 2014, el precio del barril de Brent se situaba en 101 dólares estadounidenses, es decir, alrededor de un 11% por debajo del nivel registrado hace un año. La reciente caída de los precios refleja el hecho de que el mercado de petróleo se encuentra relativamente bien abastecido. Por el lado de la oferta, los conflictos geopolíticos en Irak, Ucrania

**Gráfico 3 Evolución de los precios de las materias primas**



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

y Libia no han afectado a la oferta mundial, y las expectativas de una recuperación de las exportaciones de petróleo libio son cada vez mayores. Por el lado de la demanda, la Agencia Internacional de la Energía señala que el crecimiento de la demanda mundial de petróleo siguió siendo débil en consonancia con el crecimiento moderado del PIB mundial. De cara al futuro, los participantes en los mercados de petróleo esperan precios ligeramente más altos a medio plazo, y los futuros de Brent con entrega en diciembre de 2015 se negocian a 103 dólares estadounidenses el barril. No obstante, en la medida en que la evolución política en Irak, Libia y Rusia tenga un impacto en la expansión de la capacidad de oferta de petróleo, podrían surgir presiones alcistas más intensas sobre los precios a más largo plazo.

Los precios de las materias primas no energéticas se han mantenido estables, en términos agregados, en los últimos meses. En comparación con los niveles de comienzos de julio, los precios de estas materias son ahora un 1 % más bajos como consecuencia del descenso de los precios de los alimentos y del aumento de los precios de los metales. Los precios de los alimentos se han reducido (aproximadamente un 5 % desde principios de julio), debido a una caída de los precios de los cereales, dado que las favorables condiciones meteorológicas respaldaron los suministros. Los precios de los metales se incrementaron ligeramente (alrededor de un 6 % desde comienzos de julio), impulsados, principalmente, por las subidas de los precios del aluminio. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se sitúa actualmente en torno a un 3 % por debajo del nivel registrado hace un año.

### 1.3 EVOLUCIÓN EN ALGUNAS ECONOMÍAS

#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la recuperación de la actividad económica volvió a cobrar impulso, confirmando la presencia de una sólida tendencia de crecimiento subyacente bajo la superficie de la reciente volatilidad de los datos, debida a factores transitorios. Tras una contracción asociada a las condiciones meteorológicas en el primer trimestre de 2014, la actividad económica experimentó una sólida recuperación en el segundo trimestre, retornando a las tasas de crecimiento por encima de la tendencia observada en el segundo semestre de 2013. La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció a una tasa anualizada del 4,2 % (1 % en tasa intertrimestral), ligeramente superior a la estimada con anterioridad, tras la caída del 2,1 % (-0,5 % en tasa intertrimestral) del primer trimestre de 2014. La expansión en el segundo trimestre se vio respaldada, principalmente, por la corrección de los factores transitorios que habían limitado el crecimiento en el trimestre precedente, como la acumulación de existencias y las exportaciones. Además, el gasto en consumo personal y la inversión privada en capital fijo también contribuyeron positivamente al crecimiento, otra señal de que la recuperación de la demanda interna va por buen camino. Por otra parte, la demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento del PIB, pero en menor medida que en el primer trimestre.

Los indicadores de alta frecuencia disponibles sugieren que la economía estadounidense probablemente mantendrá el ritmo de crecimiento positivo en el tercer trimestre de 2014. Mientras que las ventas del comercio al por menor se estancaron y el gasto en consumo personal se redujo en julio, se prevé que el consumo privado aumente aún más en un contexto de efectos riqueza positivos y constantes mejoras en las condiciones del mercado de trabajo, que favorecen la evolución de la renta disponible. Las perspectivas a corto plazo de la actividad industrial también siguen siendo favorables, habida cuenta de la positiva dinámica de los indicadores de clima empresarial, producción industrial y pedidos de fábrica. Además, los sólidos aumentos de las viviendas iniciadas y los visados de obra nueva, junto con una

recuperación de la confianza de los constructores en el transcurso del tercer trimestre son otras tantas señales de recuperación del crecimiento en el sector de la vivienda, que se había visto afectado temporalmente por las adversas condiciones meteorológicas en los meses anteriores del año. A más largo plazo, se prevé que la recuperación de la economía estadounidense sea más sostenida, respaldada en mayor medida por las mejoras continuas en los mercados de trabajo y de la vivienda, las condiciones financieras acomodaticias y la desaparición de las dificultades derivadas del saneamiento de los balances y de la política fiscal.

La inflación se estabilizó aún más en julio. La inflación interanual medida por el IPC se redujo 0,1 puntos porcentuales hasta situarse en el 2%, mientras que si se excluyen la energía y los alimentos, la tasa se mantuvo estable en el 1,9%. Esta evolución refleja la corrección de algunos factores transitorios que habían contribuido al repunte de la inflación en los meses anteriores del año, concretamente entre febrero y mayo. En particular, los costes de la energía se moderaron en julio y la inflación, en servicios tales como la atención sanitaria, tras haber aumentado en meses anteriores, se ha estabilizado más recientemente. Sin embargo, la inflación de los precios de los alimentos ha mantenido una tendencia ascendente. De cara al futuro, se prevé que la inflación solo aumente de forma gradual, ya que la capacidad no utilizada en el mercado laboral y el moderado aumento de los salarios deberían favorecer la contención de las presiones inflacionistas.

En el contexto de una mejora general de las perspectivas económicas, en su reunión de 30 de julio de 2014, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció una nueva reducción del ritmo de sus compras mensuales de activos en 10 mm de dólares, hasta 25 mm de dólares, a partir de agosto. La reducción afecta por igual a las compras de bonos de titulización hipotecaria (que pasarían de 15 mm de dólares a 10 mm de dólares) y a las compras de valores del Tesoro a más largo plazo (de 20 mm dólares a 15 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

Tras unos resultados relativamente discretos en el segundo semestre de 2013, la evolución de la actividad económica en Japón en el primer semestre de 2014 ha estado determinada, en gran medida, por la anticipación, y posterior implementación, del aumento del IVA en abril. La primera estimación provisional de los datos sobre las cuentas nacionales mostró una considerable contracción de la actividad económica en el segundo trimestre de 2014, al reequilibrarse la demanda tras la aplicación de la subida del IVA en abril y la anticipación del gasto en el primer trimestre de este año. El PIB real se redujo un 1,7% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre de 2014, frente a la tasa revisada a la baja del 1,5% del primer trimestre. El impacto fue particularmente acusado en el consumo privado, especialmente en el caso de los bienes de consumo duradero, que experimentaron caídas, en tasa intertrimestral, del 5% y del 18,9%, respectivamente. La inversión total también se vio afectada negativamente, en particular, la inversión residencial privada, que se redujo en torno a un 10% en tasa intertrimestral. Las exportaciones reales de bienes y servicios fueron relativamente flojas, pero se redujeron a un ritmo más lento que las importaciones, lo que se tradujo en una contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento total. La contribución negativa relativamente elevada de la demanda interna también se compensó, en parte, con una considerable contribución positiva de las existencias privadas. En el recuadro 1 se analiza con más detalle la evolución económica reciente de Japón.

De cara al futuro, se prevé una reanudación del crecimiento en el tercer trimestre de este año. Esta evolución es ampliamente coherente con la mayoría de los indicadores mensuales, que vienen apuntando, en general, a una recuperación de la actividad tras la desaceleración que siguió a la subida del IVA en abril, aunque quizás a un ritmo más moderado de lo previsto inicialmente. En particular, el consumo privado parece estar registrando una recuperación moderada en los últimos meses. Las exportaciones de mercancías correspondientes a julio también muestran señales incipientes de mejora, aunque el crecimiento de la producción industrial en julio fue poco dinámico. El índice PMI del sector manufacturero aumentó hasta situarse en 52,2 en agosto (frente a 50,5 en el mes anterior), lo que sugiere unas perspectivas más favorables para la actividad de dicho sector en este mes.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, las tasas de inflación interanual se han moderado ligeramente en los últimos meses, tras aumentar en abril con la introducción de la subida del IVA. La inflación interanual medida por el IPC se redujo levemente, hasta el 3,4%, en julio, desde el 3,6% de junio, a medida que continuó desvaneciéndose el impacto de la anterior depreciación del yen sobre los precios. La inflación interanual medida por el IPC, excluidos los alimentos, las bebidas y la energía, se situó en julio en el 2,3%, sin variación con respecto a junio.

En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 8 de agosto de 2014, el Banco de Japón optó por no modificar sus principales directrices en esta materia.

#### Recuadro I

#### EVOLUCIÓN ECONÓMICA RECENTE EN JAPÓN

Han transcurrido ya casi dos años desde que el Gobierno de Japón anunciara su ambiciosa estrategia de reactivar la economía sacándola de una situación de bajo crecimiento y deflación moderada. El programa, que se conoce popularmente como «Abenomía» en honor del primer ministro de Japón Shinzō Abe, supone la adopción de medidas de política en tres frentes (las tres «flechas»): política monetaria, política fiscal (estímulo a corto plazo seguido de consolidación a medio plazo) y reformas estructurales de estímulo del crecimiento, encaminadas a asegurar un repunte del crecimiento tendencial (tanto nominal como real). A continuación, se examina la evolución reciente de la economía japonesa a la luz de esta nueva estrategia, comenzando por un repaso a las principales medidas adoptadas y por el impacto que han tenido hasta ahora.

#### Situación actual del proceso de implementación

La implementación de la Abenomía se ha centrado inicialmente en gran medida en los dos primeros pilares, a saber, la provisión de estímulo monetario y fiscal (a corto plazo). Hasta la fecha, la política monetaria (la primera flecha) ha sido un elemento clave del programa. Tras la adopción de un objetivo de inflación del 2% a comienzos de 2013, el Banco de Japón introdujo una estrategia de relajación monetaria cuantitativa y cualitativa en abril de ese mismo año, con la intención de alcanzar el objetivo de inflación lo antes posible en un horizonte de unos dos años. El banco central modificó su principal objetivo operativo, pasando de un tipo de interés de referencia (tipo de interés oficial a un día sin garantía) a la base monetaria, y amplió el volumen y el vencimiento de la deuda pública japonesa pendiente de compra. Con la ejecución de las compras de activos al ritmo previsto en el marco

de la política de relajación cuantitativa y cualitativa, el balance del Banco de Japón había crecido en más de un 50 % a finales de julio de 2014.

Por lo que respecta a la política fiscal (la segunda flecha), el Gobierno japonés ha dado un estímulo fiscal a corto plazo a la economía, principalmente mediante la adopción de dos paquetes de medidas de estímulo a comienzos de 2013 y 2014. También ha adoptado algunas medidas alentadoras encaminadas a sanear las finanzas públicas, incluida la implementación de un aumento del IVA del 5 % al 8 % en abril de 2014. Para octubre de 2015 está previsto un segundo incremento, hasta el 10 %, que aún está pendiente de confirmar. De conformidad con la Consulta del Artículo IV con el FMI, se prevé que el saldo básico ajustado en función del ciclo se reduzca del -7 % en 2013 al -6 % en 2014<sup>1</sup>. El Gobierno se ha comprometido a reducir a la mitad el déficit primario del 6,6 % del ejercicio fiscal de 2010 para el ejercicio de 2015 y a lograr un superávit primario para el ejercicio de 2020, como parte de sus compromisos con el G-20.

Los avances en la implementación de las reformas estructurales de estímulo del crecimiento (la tercera flecha) han sido más graduales. Por una parte, se anunciaron medidas importantes en áreas como la agricultura, la energía y la gobernanza de las empresas, así como en materia de seguridad social (a saber, reformas en las inversiones del Fondo de Inversión de Pensiones del Estado). No obstante, los avances han sido más lentos en otros campos como la reforma del mercado laboral, en el que hasta la fecha se han introducido menos medidas concretas. En junio, el Gobierno adoptó también una estrategia de crecimiento revisada, que incluye, entre otras cosas, planes para reducir el tipo del impuesto de sociedades, pero todavía faltan por ultimar muchos detalles.

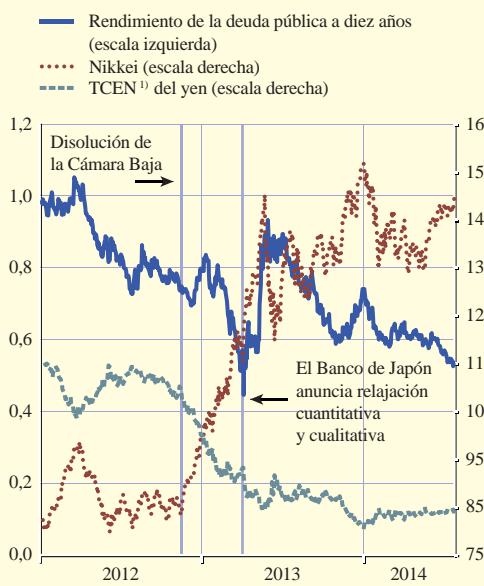
### Evolución reciente de la actividad económica y los precios

Las expectativas, a finales de 2012, de que se produjera un cambio en la política económica tuvieron un acusado impacto sobre las cotizaciones bursátiles japonesas y el tipo de cambio del yen (véase gráfico A). La moneda se depreció significativamente (en torno a un 20 % en términos nominales) y los mercados de renta variable experimentaron un fuerte repunte (a finales de agosto el índice Nikkei se situaba alrededor del 63 % por encima del nivel registrado a finales de noviembre de 2012). Los rendimientos de la deuda pública japonesa a diez años se han mantenido en niveles relativamente bajos.

La actividad económica se recuperó considerablemente en las primeras etapas de la Abenomía, aunque respaldada en cierta medida por varios factores que, probablemente, se desvanezcan con el tiempo. El PIB real registró una expansión en el

Gráfico A Evolución de los mercados financieros

(escala izquierda: porcentajes;  
escala derecha: índice enero 2013 = 100 datos diarios)



Fuentes: Haver Analytics y BCE.

1) Tipo de cambio efectivo nominal frente a los 20 principales socios comerciales de Japón.

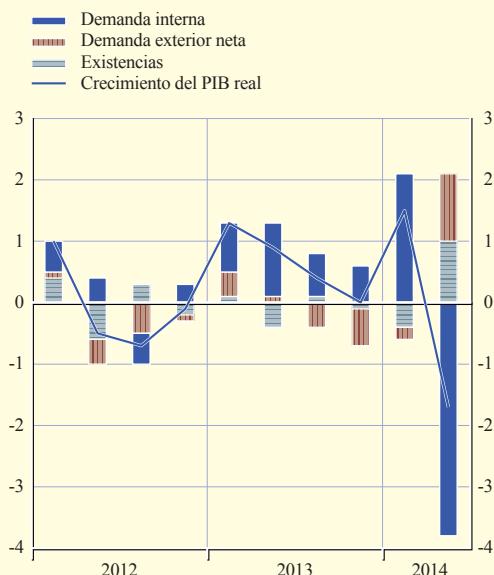
1 Consulta del Artículo IV – Staff Report y nota de prensa, FMI, 2014.

primer semestre de 2013, creciendo a una tasa media intertrimestral de alrededor del 1% (véase gráfico B), impulsado en parte por el estímulo fiscal, un moderado repunte de las exportaciones y una mejora del clima económico. Sin embargo, en el segundo semestre del año perdió impulso, a medida que comenzaron a desparecer algunos de esos factores. La actividad repuntó de nuevo de forma considerable en el primer trimestre de 2014, debido principalmente a la anticipación de la demanda ante la subida del IVA prevista para abril de este año, pero el reequilibrio de la demanda privada en el segundo trimestre contrarrestó con creces los avances conseguidos anteriormente. Además, pese a la acusada depreciación del yen, la recuperación de las exportaciones en términos reales ha seguido siendo débil, mientras que la inversión privada no residencial tan solo ha mostrado indicios de una incipiente recuperación en fechas recientes.

La inflación y las expectativas de inflación también han aumentado significativamente (véase gráfico C). La inflación interanual medida por el IPC aumentó de forma sostenida, pasando del -0,2% en noviembre de 2012 al 1,6% en marzo de 2014, mientras que, excluidos la energía y los alimentos, la tasa aumentó durante el mismo período desde alrededor del -0,5% hasta el 0,7%. Las estimaciones de los modelos –basadas en regularidades históricas– sugieren que casi la mitad del aumento de la inflación interanual medida por el IPC observado desde noviembre de 2012 puede explicarse por la depreciación del tipo de cambio. Tras el incremento del IVA en abril de 2014, la inflación medida por el IPC escaló desde el 1,6% registrado en marzo hasta el 3,7% en mayo, pero en los últimos meses se ha moderado ligeramente. El aumento de la inflación ha coincidido también con un considerable repunte de las expectativas de inflación. Por ejemplo, entre octubre de 2012 y julio de 2014 las expectativas de inflación a diez años, medidas por la encuesta QUICK, aumentaron del 0,8% al 1,6%, lo que indica una mayor credibilidad del objetivo de inflación del 2%.

**Gráfico B Contribuciones al crecimiento  
del PIB real**

(en tasa intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuente: Haver Analytics.

**Gráfico C Inflación y expectativas de inflación  
a diez años**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Haver Analytics y encuesta QUICK.

Aunque tanto la inflación como las expectativas de inflación han experimentado incrementos, los aumentos salariales han ido un poco a la zaga, a pesar del tensionamiento del mercado de trabajo. Las negociaciones salariales de primavera concluidas recientemente («Shunto») se tradujeron en incrementos salariales del 2,2% para el ejercicio fiscal de 2014, por encima del 1,8% del ejercicio de 2013, aunque los indicadores más amplios del crecimiento salarial siguen mostrando una contención mucho mayor: la tasa de crecimiento interanual de la remuneración salarial total solo aumentó hasta el 0,8% en el segundo trimestre (véase gráfico D). Sin embargo, una parte significativa del aumento ha estado determinada por los pagos no programados (por ejemplo, las horas extraordinarias) y las primas salariales, mientras que el crecimiento del salario base ha seguido siendo relativamente discreto, aunque los datos correspondientes a julio muestran señales de recuperación.

El cambio en las expectativas con respecto a la orientación de la política monetaria también se asoció inicialmente con la fuerte afluencia de inversiones de cartera hacia Japón, en particular hacia los mercados de renta variable. Sin embargo, en general, el efecto de reequilibrio de las carteras entre los intermediarios financieros nacionales –en detrimento de la deuda pública japonesa y a favor de activos de mayor rendimiento (y posiblemente de mayor riesgo), un canal de transmisión clave de la estrategia de relajación cuantitativa y cualitativa– parece haber sido limitado hasta ahora. Las tenencias de deuda pública japonesa en las carteras de las entidades de crédito se han reducido ligeramente. No obstante, esta reducción no ha venido acompañada de una mejora sustancial de la actitud de los intermediarios financieros respecto a los préstamos, ya que la proporción de préstamos en los activos totales de las entidades de crédito se ha mantenido prácticamente sin variación en torno al 50% desde octubre de 2012, mientras que los depósitos se acumularon rápidamente en el Banco de Japón. En el caso de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones privados, los cambios han sido menos rápidos, ya que todavía tienen que modificar notablemente la asignación de sus carteras.

### Perspectivas de la actividad y los precios

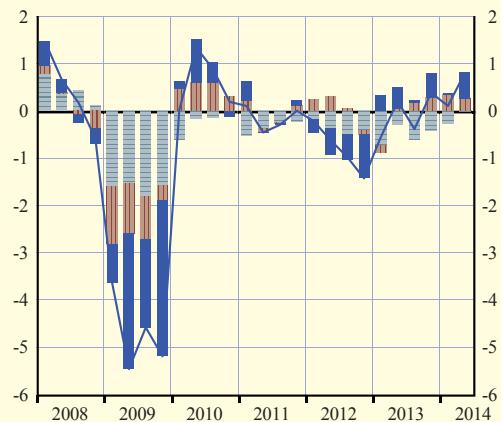
Pese a la fuerte contracción de la actividad en el segundo trimestre de 2014, se prevé que en el segundo semestre del año se reinicie una moderada recuperación. Se espera que la actividad económica repunte de nuevo tras la caída observada después del aumento del IVA en el segundo trimestre, respaldada principalmente por una recuperación del consumo privado y de la inversión privada. A más largo plazo, se prevé que la economía japonesa se mantenga en una senda de recuperación moderada, ya que el repunte de las exportaciones y la política monetaria acomodaticia probablemente compensarán la carga fiscal a partir de 2015.

Por lo que respecta a la política fiscal, las autoridades se han comprometido, para el ejercicio fiscal de 2015, a reducir a la mitad el déficit primario registrado en el ejercicio 2010 y a eliminarlo totalmente

**Gráfico D Desglose de las remuneraciones totales en efectivo**

(tasas de variación interanual)

Especiales (incluidas las primas salariales)  
Extraordinarias (incluidas las horas extraordinarias)  
Remuneraciones programadas  
Remuneraciones totales en efectivo



Fuente: Haver Analytics.

para el ejercicio de 2020. A partir de 2015, la política fiscal supondrá, probablemente, un lastre para el crecimiento, al desaparecer el respaldo de las medidas de estímulo más recientes. Las últimas proyecciones publicadas por la Oficina Económica del Gobierno de Japón indican que en el ejercicio fiscal de 2014 se registrará un déficit primario en relación con el PIB nominal del 5,2%, que se reducirá, según las previsiones, hasta situarse entre el 3,2% y el 3,4% en el ejercicio de 2015, dependiendo de los resultados macroeconómicos. A más largo plazo, la Oficina Económica prevé también un déficit primario de entre el 1,9% y el 3,1% para el ejercicio de 2020<sup>2</sup>. Por consiguiente, es probable que las autoridades necesiten adoptar nuevas medidas discrecionales para eliminar el déficit primario antes del cierre del ejercicio de 2020.

En lo que se refiere a los precios, la mediana de las previsiones<sup>3</sup> más recientes de los miembros del Consejo de Política Monetaria del Banco de Japón indica que la inflación interanual medida por el IPC (excluidos los alimentos frescos) probablemente excederá el 2% en el corto plazo, debido sobre todo a los dos aumentos del IVA, mientras que la tendencia subyacente (es decir, excluidos los efectos directos de los aumentos del IVA) podría llegar al 1,9% en el ejercicio fiscal de 2015, como consecuencia de la mejora de la brecha de producción y de un repunte sostenido de las expectativas de inflación a medio y largo plazo, para las que se prevé una convergencia hacia el 2%. Con todo, las perspectivas de la economía japonesa no están exentas de riesgos e incertidumbres como ha detallado recientemente el FMI en la Consulta del Artículo IV más reciente.

2 «Statement on Monetary Policy», Banco de Japón, 15 de junio de 2014.

3 «Economic and Fiscal Projections for Medium to Long-Term Analysis», Oficina Económica del Gobierno de Japón, 20 de enero de 2014.

## REINO UNIDO

En el Reino Unido la actividad económica mantuvo un fuerte impulso en el primer semestre de 2014, tras el sólido crecimiento registrado en el año precedente. El PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,8%, tanto en el primer trimestre del año como en el segundo, impulsado principalmente por la demanda interna; la formación bruta de capital fijo se recuperó desde unos niveles muy bajos y el consumo privado mantuvo un fuerte dinamismo. Ello, a su vez, reflejó la sólida confianza de los consumidores como consecuencia del auge del mercado inmobiliario y del continuo fortalecimiento del mercado de trabajo: el desempleo se redujo, por sexto mes consecutivo, hasta situarse, en los tres meses transcurridos hasta junio, en un 6,4%, es decir, el nivel mínimo registrado en más de cinco años. De cara al futuro, los datos de los indicadores de alta frecuencia sugieren que la economía continuará su expansión en el corto plazo, aunque algunos indicadores apuntan a una desaceleración del ritmo de crecimiento. No obstante, a medio plazo, la necesidad de ajustar los balances del sector público y del sector privado podría afectar a la actividad económica.

La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 1,6% en julio, desde el 1,9% del mes anterior, manteniéndose por séptimo mes consecutivo por debajo del objetivo fijado por el Bank of England. La mayor contribución al descenso de la inflación interanual tuvo su origen en los precios de los artículos de vestir y el calzado, que no se redujeron como era habitual en junio, sino en julio, lo que refleja, probablemente, un retraso en las rebajas de verano. No obstante, es probable que las presiones inflacionistas sigan estando contenidas en el futuro, sobre todo en el contexto de un período prolongado de crecimiento moderado de los salarios, en el que las remuneraciones semanales (incluidos los componentes variables) se redujeron un 0,2% en los tres meses transcurridos hasta junio en comparación con un año antes.

En su reunión de 7 de agosto 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, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,2% en el segundo trimestre de 2014, tras registrar un ligero descenso en el trimestre anterior. En Dinamarca, la actividad económica fue intensa a comienzos de 2014, con un crecimiento intertrimestral del 0,8% en el primer trimestre del año, tras la debilidad observada a finales de 2013. Esta dinámica estuvo determinada principalmente por la demanda interna en ambos países. De cara al futuro, se prevé que para el conjunto de 2014, el crecimiento del PIB real cobre fuerza en estos dos países. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por el IAPC ha seguido siendo moderada, en general, en los últimos meses, situándose en el 0,5% en Dinamarca y en el 0,4% en Suecia en julio.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental (PECO), la actividad económica ha continuado recuperándose en el primer semestre de 2014, aunque a un ritmo más lento. En Hungría y Polonia, el PIB real registró un sólido crecimiento en el primer trimestre de 2014, alcanzando una tasa intertrimestral del 1,1%, pero se ralentizó hasta el 0,8% y el 0,6%, respectivamente, en el segundo trimestre del año. En la República Checa, el PIB real creció a una tasa del 0,8% a comienzos del año y se estancó en el segundo trimestre. En Rumanía, la actividad económica experimentó una contracción, ya que la tasa de variación intertrimestral del PIB se redujo hasta el -0,2% y hasta el -1% en los dos primeros trimestres del año. De cara al futuro, se prevé que la actividad económica mantenga su capacidad de resistencia, respaldada cada vez más por la demanda interna. Pese a los riesgos asociados a las tensiones geopolíticas, las exportaciones evolucionarán positivamente, reflejando el impacto de varios proyectos de inversión directa extranjera, que se prevé que alcancen su plena capacidad a lo largo del año. En los últimos meses, la inflación medida por el IAPC se ha reducido aún más en las economías más grandes de la región, situándose en mínimos históricos en varios países, principalmente como consecuencia de las bajas tasas de inflación de los precios de la energía y los alimentos, de los recortes de los impuestos indirectos y de los precios administrados y de la moderación de las presiones de costes internas.

En Turquía, a pesar de las dificultades de índole interna y externa a las que se enfrentó la economía en el segundo semestre de 2013, el crecimiento del PIB real fue sólido en el primer trimestre de 2014 (1,7% en tasa intertrimestral), en la medida en que la desaceleración de la demanda interna se compensó con un vigoroso crecimiento de las exportaciones. Para lo que resta de 2014, los indicadores adelantados y de alta frecuencia sugieren que el producto continuará reequilibrándose hacia el sector exterior, a medida que las políticas más restrictivas aplicadas por el banco central y las medidas macroprudenciales encaminadas a frenar el crédito al por menor a comienzos de 2014 dejen sentir sus efectos en el consumo de los hogares y en la producción del sector manufacturero. Al mismo tiempo, la repetida relajación de la política monetaria observada desde mayo probablemente amortiguará el impacto del debilitamiento de la demanda interna sobre la actividad. La inflación se ha estabilizado en niveles considerablemente superiores al objetivo del banco central, dado que los precios más altos de los alimentos y la traslación de la depreciación de la lira están sosteniendo unos niveles de inflación elevados, aunque se prevé que ambos efectos se atenúen en el corto plazo. No obstante, las expectativas de inflación son altas y mantienen una trayectoria ascendente.

En Rusia, tras una desaceleración ya pronunciada del crecimiento económico en el transcurso de 2013, el PIB real se redujo un 0,3% en tasa intertrimestral en el primer trimestre de 2014, a medida que las

repercusiones del conflicto con Ucrania comenzaron a hacer mella en la economía. Pese a que los indicadores de alta frecuencia muestran una cierta recuperación del crecimiento a corto plazo, la reciente escalada de la crisis ha ensombrecido las perspectivas. En particular, las restricciones a la financiación impuestas por la Unión Europea y Estados Unidos sobre una parte considerable del sector bancario ruso, así como el renovado endurecimiento de la política monetaria, están contribuyendo a un notable empeoramiento del entorno financiero. Además, se prevé que la elevada inflación y el vacilante crecimiento de los salarios nominales afectarán al todavía resistente consumo privado. A más largo plazo, las sanciones impuestas, junto con el consiguiente aumento de la incertidumbre, probablemente serán un nuevo obstáculo para una economía afectada ya por rigideces estructurales y por un clima de inversión desfavorable. La inflación ha seguido aumentando por encima del objetivo fijado por el banco central, principalmente como consecuencia de la depreciación del rublo a finales de 2013 y principios de 2014, así como del incremento de los precios de los alimentos, lo que ha provocado una serie de subidas de los tipos de interés desde comienzos del año.

### ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En China, el crecimiento económico continuó la desaceleración muy gradual observada desde 2012, como consecuencia de la pérdida de impulso de sus motores tradicionales, a saber, la inversión del sector manufacturero y un dividendo demográfico. No obstante, el crecimiento del PIB real repuntó hasta el 7,5% en tasa interanual en el segundo trimestre de 2014, desde el 7,4% registrado en el trimestre anterior, impulsado por el fortalecimiento de la demanda externa y por las tímidas medidas de estímulo adoptadas para evitar una desaceleración demasiado pronunciada del crecimiento. En tasa intertrimestral, el crecimiento pasó del 1,5% al 2%. La mayor contribución tuvo su origen en la inversión, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue positiva por primera vez desde comienzos de 2013. La demanda externa siguió siendo vigorosa a principios del tercer trimestre, registrándose una rápida aceleración interanual del crecimiento de las exportaciones en julio, mientras que el crecimiento de las importaciones fue ligeramente negativo; como resultado, el saldo mensual de la balanza comercial alcanzó un máximo nunca antes registrado. Los indicadores de actividad internos solo experimentaron un ligero deterioro a partir de junio, lo que sugiere que el dinamismo general del crecimiento en el tercer trimestre sigue siendo firme hasta el momento. No obstante, la constante presión a la baja sobre los precios de la vivienda indica que se mantiene la inestabilidad en el mercado inmobiliario, lo que podría afectar negativamente a las perspectivas.

Las presiones inflacionistas siguen estando bien contenidas hasta ahora: tanto el IPC interanual como los precios de los componentes no energético ni alimenticio se situaron en el segundo trimestre en niveles muy ligeramente inferiores a los del primer trimestre, ya que continúan fluctuando en torno al 2,3% y al 1,7%, respectivamente. La inflación medida por el índice de precios industriales (IPRI), aunque sigue siendo negativa, registra una tendencia alcista al atenuarse las presiones inflacionistas a la baja en las industrias pesadas. El crecimiento del crédito continúa siendo elevado y el apalancamiento financiero se mantiene en una senda ascendente. Las medidas administrativas adoptadas por las autoridades han logrado, hasta cierto punto, frenar la dependencia del crédito a corto plazo y de los préstamos no bancarios, pero no es probable que tengan un impacto duradero sobre el crecimiento del crédito si no vienen acompañadas de reformas de mayor calado para hacer frente al riesgo moral en el sistema financiero.

Por lo que respecta a otras economías emergentes de Asia, tras un período de débil crecimiento económico, se aprecian señales de una mejora de las perspectivas, en la medida en que un mayor número de economías orientadas a la exportación se beneficiarán del aumento de la demanda de las economías avanzadas. Al mismo tiempo varias economías emergentes de Asia han reducido significativamente sus desequilibrios externos, lo que debería reducir, a su vez, el riesgo de fuga de capitales.

Examinando la evolución con más detalle, se observa que en India, el PIB real creció en el segundo trimestre de 2014 a una sólida tasa interanual del 5,8%. Tras la elección de un nuevo primer ministro, se observan más indicios de una significativa reactivación de la confianza económica en India, incluida una fuerte recuperación de los mercados bursátiles. Además, se ha producido una significativa mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente, que ha pasado del -5,3% del PIB en 2012 al -0,3% del PIB en el primer trimestre de 2014, tras la depreciación de la rupia en 2013 y como consecuencia de la mejoría de las perspectivas mundiales, lo que sugiere que el país se encuentra menos expuesto a los riesgos de contagio y a la fuga de capitales e indica también que las perspectivas a corto plazo del país están mejorando. De cara al futuro, si el nuevo Gobierno logra implementar con éxito su programa de reformas, podría darse un impulso al crecimiento potencial. Por otra parte, la inflación se ha venido reduciendo en los dos últimos años, como consecuencia del descenso de los precios de la energía y los alimentos, así como de las políticas restrictivas, tanto fiscal como monetaria, adoptadas. No obstante, los riesgos aún persisten y los precios de los alimentos muestran una especial dependencia de la temporada de los monzones.

En Indonesia, tras el débil crecimiento del PIB real registrado en el primer trimestre de 2014 (0,9% en tasa intertrimestral), la elección de un nuevo presidente coincidió con una recuperación de la confianza y con un crecimiento más sólido del 1,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Las restricciones al crecimiento del crédito durante el pasado año contribuyeron a frenar las importaciones y a contener el déficit por cuenta corriente. La inflación medida por el IPC se redujo desde más del 8% a finales de 2013 hasta menos del 5% en julio de 2014, debido principalmente a los precios más bajos de la energía. En Corea, el débil crecimiento económico registrado en el segundo trimestre de 2014 (0,6% en tasa intertrimestral) se debió, sobre todo, a una contracción del consumo privado. A fin de estimular la demanda interna, tras un accidente de ferry ocurrido en abril de 2014, se anunció un paquete de medidas de estímulo de 40 mm de dólares, que incluía, entre otras, la flexibilización de los límites sobre los préstamos hipotecarios y un aumento del tope de los préstamos a las pequeñas empresas. Por otra parte, aunque la inflación ha ido en aumento, se ha mantenido por debajo del objetivo establecido y, en agosto de 2014, el Banco de Corea redujo en 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales a fin de estimular la demanda.

### **AMÉRICA LATINA**

El crecimiento económico en América Latina experimentó una desaceleración en el primer semestre de 2014 tras cobrar cierto impulso hacia finales del pasado año; al mismo tiempo, la evolución económica siguió reflejando tendencias divergentes dentro de la región.

En Brasil, el acusado endurecimiento de las condiciones financieras durante el pasado año y las elevadas tasas de inflación han afectado a los salarios reales y al crecimiento del consumo. Al mismo tiempo, el deterioro de la confianza empresarial y la moderación del crecimiento del crédito han contribuido a la debilidad de la inversión privada. El crecimiento del PIB real se redujo en el segundo trimestre de 2014, un 0,6% en tasa intertrimestral, tras una contracción del 0,1% en el trimestre anterior. Esta evolución refleja una fuerte caída del gasto en inversión, que solo se compensó parcialmente con la positiva contribución de la demanda exterior neta, mientras que el gasto en consumo se estancó. Pese a que las tasas de crecimiento fueron muy bajas, la tasa de inflación siguió siendo elevada y obligó al banco central a mantener sin cambios el tipo de interés oficial en el 11% desde el último incremento realizado en abril de 2014, que puso fin a un ciclo de notable endurecimiento.

En Argentina, el crecimiento económico mejoró en el segundo trimestre de 2014, como lo sugiere el indicador de actividad económica, que aumentó un 0,4% en tasa intertrimestral. No obstante, se estima

que esta mejora será transitoria, ya que el crecimiento se estaba viendo favorecido por un aumento de las exportaciones agrícolas al alcanzar su máximo la temporada de cosechas. Al mismo tiempo, los grandes desequilibrios, como las elevadas presiones inflacionistas, el debilitamiento de la posición fiscal, las restricciones de balanza de pagos y el aumento de la incertidumbre en torno al rumbo futuro de las negociaciones de la deuda tras el impago por parte de Argentina de su deuda externa a finales de julio, seguirán limitando el crecimiento.

Por el contrario, en México, tras un período de debilidad económica en los últimos meses de 2013 y a comienzos de 2014, la actividad económica cobró impulso, respaldada principalmente por el aumento de la demanda externa, a medida que siguieron disipándose los efectos de los factores transitorios que afectaron al crecimiento el pasado año. El crecimiento del PIB real registró una aceleración en el segundo trimestre de 2014, hasta el 1% en tasa intertrimestral, frente al 0,4% en el trimestre anterior. Por el lado de la oferta, el repunte del crecimiento reflejó una aceleración del ritmo de crecimiento en la industria y los servicios, mientras que, en el sector agrícola, se registró una ligera desaceleración, aunque el crecimiento siguió siendo sólido.

De cara al futuro, se prevé que América Latina atraviese un período de crecimiento inferior a la par, aunque la actividad mejorará gradualmente, respaldada por la mayor demanda externa y por el impacto de las reformas estructurales en México.

#### 1.4 TIPOS DE CAMBIO

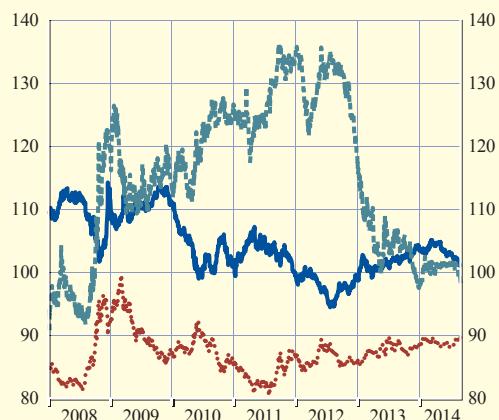
Desde comienzos de junio hasta el 3 de septiembre de 2014, el euro se depreció frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. En un entorno de volatilidad reducida en general, los movimientos de los tipos de cambio guardaron relación, en gran medida, con 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 3 de septiembre 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 2% por debajo del nivel registrado a comienzos de junio y un 0,3% por debajo del observado un año antes (véanse gráfico 4 y cuadro 3).

El movimiento a la baja del tipo de cambio efectivo del euro durante el período analizado refleja el patrón del tipo de cambio bilateral de la moneda única frente a las monedas de países no pertenecientes a la UE. En términos bilaterales, desde comienzos de junio el euro se ha debilitado frente al dólar estadounidense (un 3,4%), la libra esterlina (un 1,8%) y el yen japonés (un 0,6%). Durante este período, se depreció

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

(datos diarios; índice: I 1999 = 100)

— Euro  
··· Dólar estadounidense  
--- Yen japonés



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.

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

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.

también frente a las monedas de las economías emergentes de Asia, especialmente frente al renminbi chino (un 5%) y a las monedas de los países exportadores de materias primas.

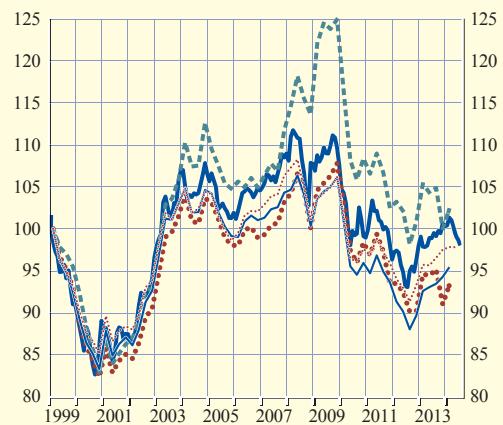
Por el contrario, en los tres últimos meses, el tipo de cambio del euro se ha fortalecido frente a las monedas de otros Estados miembros de la UE. La apreciación ha oscilado entre el 0,4% registrado frente al leu rumano y el 3,7% observado frente al forinto húngaro. La litas lituana y la corona danesa, que participan en el MTC II se han mantenido, 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 agosto de 2014, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo se situaba un 1,5% por debajo del nivel registrado un año antes (véase gráfico 5). Este descenso refleja una tasa de inflación de los precios de consumo ligeramente menor en la zona del euro en comparación con sus principales socios comerciales.

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

(datos mensuales/trimestrales; índice: 1 1999 = 100)

- Deflactado por el IPC
- Deflactado por los CLUT
- Deflactado por los CLUM
- Deflactado por el PIB
- Deflactado por el IPRI



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. Las series se deflactan por el índice de precios de consumo (IPC), por los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT), por los costes laborales unitarios de las manufacturas (CLUM), por el deflactor del PIB (PIB) y por el índice de precios industriales (IPRI) respectivamente.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

*El crecimiento interanual de M3 continuó recuperándose en julio de 2014 como consecuencia de tres factores principales: la mayor preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez monetaria, el aumento de los activos exteriores netos de las IFM y la desaceleración del ritmo de contracción del crédito. Sin embargo, la información disponible para el segundo trimestre y julio de 2014 sigue señalando la debilidad del crecimiento monetario y crediticio subyacente. Los préstamos al sector privado mantuvieron su atonía, con un frágil crecimiento interanual de los préstamos a hogares y algunos indicios de estabilización en la tasa de crecimiento interanual negativa de los préstamos a sociedades no financieras, pese a las significativas amortizaciones netas de julio. 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 segundo trimestre y en julio. Además, la reducción de los principales activos de las IFM cesó en los tres meses transcurridos hasta julio y, de hecho, dichos activos aumentaron en los países no sometidos a tensiones en el segundo trimestre y en julio.*

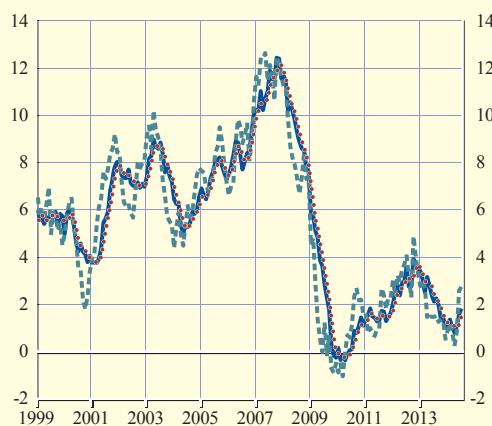
La tasa de crecimiento interanual de M3 registró un avance adicional y se situó en el 1,8% en julio, frente al 1,2% del primer trimestre del año y al 1,1% del segundo trimestre (véanse gráfico 6 y cuadro 4). Esta evolución del crecimiento interanual de M3 continúa reflejando la preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez monetaria en un contexto de tipos de interés muy bajos. Este sector tiene una preferencia especial por los depósitos a la vista muy líquidos, lo que ha estado respaldando el sólido crecimiento interanual de M1. El crecimiento de otros depósitos a corto plazo se mantuvo contenido, con tasas interanuales negativas del -2,1% y del -1,8% en el segundo trimestre y en julio, respectivamente, mientras que los instrumentos negociables registraron entradas y su tasa de variación interanual aumentó hasta situarse en el -6,8% en julio, frente al -12,5% del segundo trimestre. Sin embargo, consideraciones de rentabilidad/riesgo también han podido llevar a los inversores a buscar rentabilidad y a desplazar parte de sus activos monetarios 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 segundo trimestre y en julio. Los préstamos al sector privado no financiero también volvieron a contraerse en el segundo trimestre y en julio, aunque a un ritmo más lento. La incertidumbre en relación con un posible cambio de sentido en la dinámica del crédito se redujo de nuevo en el segundo trimestre. Dicho cambio sería coherente con la relación histórica adelanto/retardo entre los préstamos de las IFM a los distintos sectores y el ciclo económico. Además, salvo que la evolución cíclica actual de la zona del euro registre una desaceleración adicional, los préstamos al sector privado deberían beneficiarse de las medidas de relajación del crédito anunciadas en junio. Asimismo, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2014 también confirmaron un giro en la dinámica crediticia, dado que las respuestas de los

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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

- M3 (tasa de crecimiento interanual)
- .... M3 (media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual)
- - - M3 (tasa de crecimiento semestral anualizada)



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 III	2013 IV	2014 I	2014 II	2014 Jun	2014 Jul
<b>M1</b>	<b>55,9</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>
Efectivo en circulación	9,3	2,6	4,1	6,0	5,6	5,5	5,6
Depósitos a la vista	46,5	7,8	6,9	6,0	5,2	5,3	5,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,0	0,3	-1,2	-2,4	-2,1	-1,8	-1,8
Depósitos a plazo hasta dos años	16,7	-5,0	-6,3	-6,8	-5,4	-4,5	-4,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,3	5,0	3,3	1,4	0,7	0,5	0,2
<b>M2</b>	<b>93,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	6,1	-17,2	-17,1	-13,1	-12,5	-8,8	-6,8
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,9</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		2,0	0,1	-0,2	-1,3	-2,6	-1,8
Préstamos a las Administraciones Públicas		-6,0	-6,7	-4,0	-2,6	-1,5	-1,1
Crédito al sector privado		-1,2	-1,6	-2,3	-2,5	-2,2	-2,0
Préstamos al sector privado		-1,9	-2,2	-2,3	-1,9	-1,8	-1,6
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones <sup>2)</sup>		-1,4	-1,8	-2,0	-1,5	-1,1	-1,0
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>-4,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,4</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.

bancos sugieren que las condiciones de concesión del crédito bancario a empresas y hogares de la zona del euro están mejorando gradualmente. Esta encuesta ofrece los primeros signos de relajación de las condiciones de concesión de préstamos en el caso de algunos sectores prestatarios, lo que sugiere que el progresivo endurecimiento señalado por las entidades de crédito durante la crisis ha podido llegar a su fin. La encuesta indica además que la demanda de préstamos ha seguido recuperándose tras años de contracción.

La evolución de M3 sigue estando determinada por el incremento de los activos exteriores netos de las IFM, que continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero en la zona del euro en el segundo trimestre y en julio. En el período de doce meses transcurrido hasta julio, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro aumentó en 416 mm de euros, frente a un crecimiento de 383 mm de euros en el período de doce meses transcurridos hasta el final del primer trimestre. Al mismo tiempo, aunque los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM siguieron registrando salidas significativas en el segundo trimestre, en julio dichas salidas fueron reducidas, reflejo del acusado incremento del capital y reservas de las entidades de crédito.

Los principales activos de las IFM registraron un aumento de 18 mm de euros en los tres meses transcurridos hasta julio, frente a un descenso de 53 mm de euros en los tres meses anteriores. Esta reciente expansión de los balances es reflejo, principalmente, del incremento de los activos mantenidos por las entidades de crédito en países no sometidos a tensiones, mientras que los bancos de países en dificultades continuaron reduciendo sus principales activos, aunque a un ritmo más lento. Si se analizan los distintos tipos de activos, el aumento de los principales activos de las IFM de la zona del euro estuvo

determinado por el avance del crédito interbancario, el crecimiento de los activos exteriores y la menor contracción del crédito al sector privado.

En conjunto, la evolución monetaria de los siete primeros meses de 2014 confirma la debilidad general del crecimiento monetario y crediticio en un entorno de baja inflación.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El aumento de la tasa de crecimiento interanual de M3 en el segundo trimestre y en julio fue reflejo, principalmente, de la mayor contribución de los depósitos a la vista. El agregado monetario estrecho (M1) fue el único componente que contribuyó positivamente al crecimiento total de M3 (véase gráfico 7). Los otros depósitos a corto plazo (es decir, M2 menos M1) se estabilizaron y su aportación siguió siendo negativa. La contribución de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) también volvió a ser negativa, aunque algo menos que en el primer trimestre de 2014.

En cuanto a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó una nueva moderación trimestral y se situó en el 5,2% en el segundo trimestre, frente al 6% del primer trimestre. No obstante, en términos mensuales, la tasa de crecimiento interanual aumentó en el período analizado, situándose en el 5,6% en julio (véase cuadro 4). Esta aceleración fue reflejo del incremento de las entradas de fondos en depósitos a la vista (atribuible principalmente a los depósitos de los hogares, aunque la aportación de las sociedades no financieras también fue significativa). Tras situarse en el 6% en el primer trimestre de 2014, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se estabilizó en el 5,6% en el segundo trimestre y en julio.

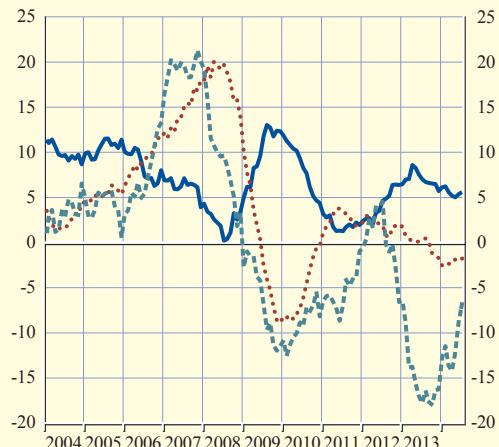
La tasa de variación interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó desde el -2,4% en el primer trimestre hasta el -2,1% en el segundo trimestre, antes de seguir avanzando y situarse en el -1,8% en julio. Tras las cuantiosas salidas registradas en los depósitos a plazo hasta dos años en el primer trimestre, en el segundo trimestre se observaron entradas, con una tasa de crecimiento interanual del -5,4% (frente al -6,8% del primer trimestre). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se redujo de nuevo, situándose en el 0,7% en el segundo trimestre (frente al 1,4% del primer trimestre). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años experimentó un avance adicional y se situó en el -4,2% en julio, mientras que la de los depósitos de ahorro a corto plazo se contrajo ligeramente y fue del 0,2%. Esta evolución obedece sobre todo a las rentabilidades excepcionalmente bajas de estos depósitos en relación con otros instrumentos de inversión.

La tasa de variación interanual de los instrumentos negociables continuó siendo marcadamente negativa, aunque pasó del -13,1% en el primer trimestre al -12,5% en el segundo, antes de registrar un aumento adicional y situarse en el -6,8% en julio. Este crecimiento negativo sigue reflejando la reducción, por parte

**Gráfico 7 Principales componentes de M3**

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

— M1  
··· Otros depósitos a corto plazo  
- - - Instrumentos negociables



Fuente: BCE.

del sector tenedor de dinero, de sus tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (esto es, con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM. Aunque la tasa de crecimiento interanual de estas tenencias volvió a ser significativamente negativa, se incrementó de forma muy ligera y se situó en el -31,3% en el segundo trimestre, frente al -33,4% del primero, antes de registrar un nuevo avance, hasta el -28,1%, en julio. La tasa de variación interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario disminuyó hasta el -9,3% en el segundo trimestre, desde el -8% del primero, y en julio experimentó un fuerte impulso y alcanzó el -3,9%. La tasa de variación interanual de las cesiones temporales fue del -5,8% en el segundo trimestre, frente al -7,1% del primer trimestre, pero pasó a ser positiva (el 1,2%) en julio. 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 resultando 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 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.

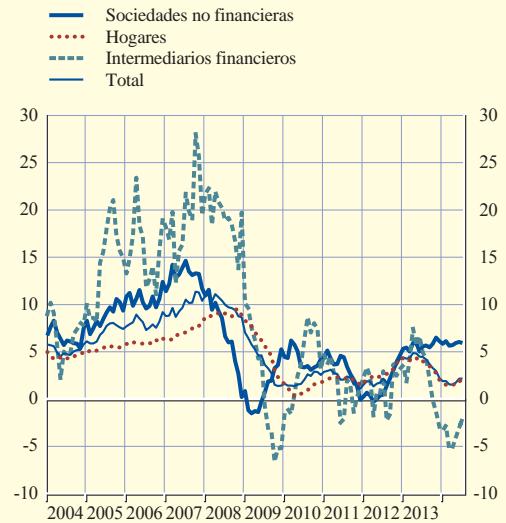
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos totales de M3, que incluyen todos los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, disminuyó ligeramente y se situó en el 1,7% en el segundo trimestre, frente al 1,8% del primer trimestre, aunque aumentó en los últimos meses y alcanzó el 2,1% en julio (véase gráfico 8). Los hogares continuaron siendo el sector que más contribuyó a dicha tasa de crecimiento, aunque la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares se mantuvo contenida en términos históricos (el 1,8% en julio). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras fue elevada, situándose en el 5,9% en julio. El sólido crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras fue generalizado en los distintos países y puede que refleje la preferencia de estas por mantener un amplio porcentaje de sus beneficios en activos líquidos ante la incertidumbre sobre el acceso a la financiación, especialmente a la vista de los requisitos regulatorios aplicables a las líneas de crédito.

### 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 segundo trimestre y en julio. 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 período analizado.

**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.

La tasa de variación interanual del crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas continuó descendiendo, situándose en el -1,3% en el segundo trimestre, frente al -0,2% del primer trimestre, antes de disminuir algo más y situarse en el -1,8% en julio.

En cambio, la tasa de variación interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado aumentó y se situó en el -2% en julio, frente al -2,3% del primer trimestre y al -2,5% del segundo. Entre sus componentes, la tasa de variación interanual de los valores distintos de acciones continuó siendo marcadamente negativa, pero se recuperó ligeramente hasta situarse en el -7,3% en julio, frente al -8,1% del segundo trimestre y al -4,9% del primero. La tasa de crecimiento interanual de las acciones y otras participaciones repuntó en julio, con un 2,7%, frente al 1,2% del primer trimestre y al 0,1% del segundo. La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado se incrementó hasta situarse en el -1,9% en el segundo trimestre, frente al -2,3% del primer trimestre, antes de seguir avanzando y registrar el -1,6% en julio.

La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) aumentó ligeramente hasta situarse en el -1,5% en el segundo trimestre, frente al -2% del primer trimestre (véase cuadro 4), y avanzó de nuevo en julio, hasta el -1%. Desde una perspectiva sectorial, los préstamos a los hogares continuaron registrando un crecimiento interanual moderadamente positivo en el segundo trimestre, mientras que el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras y de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios se mantuvo en niveles negativos. En julio, el crecimiento interanual de los préstamos a los hogares permaneció estable, mientras que las tasas de variación interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los intermediarios financieros no monetarios siguieron estabilizándose.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) permaneció prácticamente estable en los últimos trimestres. Se situó en el 0,5% en julio, en línea con las tasas observadas desde el segundo trimestre de 2012 (para más detalles, véase la sección 2.7). La suma de los flujos de crédito al consumo y de otros préstamos a los hogares se mantuvo básicamente sin variación en el segundo trimestre y en julio. La contribución de los préstamos para adquisición de vivienda fue negativa en el segundo trimestre, aunque en julio volvieron a registrarse ligeras entradas. 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.

La tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el -2,2% en julio, considerablemente por encima de las tasas observadas en el primer y segundo trimestre, pese a las significativas amortizaciones netas de dicho mes. Esta evolución fue consecuencia, en concreto, de la mayor contribución de los préstamos a corto plazo, mientras que la aportación de los préstamos con vencimiento a largo plazo volvió a disminuir. Adoptando una perspectiva a más largo plazo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras está estabilizada desde mediados de 2013. Un giro en la dinámica de los préstamos a este sector 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.

Desde 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).

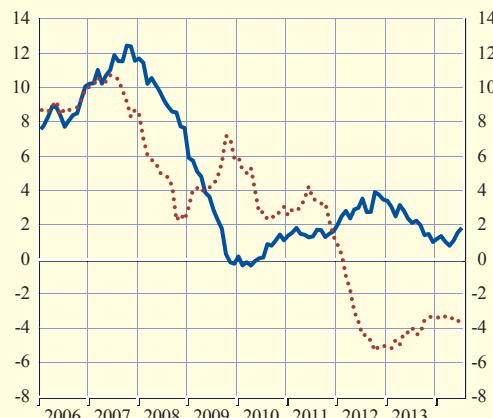
En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se situó en el -3,4% en julio, sin variación con respecto al primer y segundo trimestre (véase gráfico 9). La contracción observada en estos pasivos financieros está contribuyendo al crecimiento de M3. Estos resultados siguen reflejando las menores necesidades de financiación de las entidades de crédito en un contexto de desapalancamiento en los países sometidos a tensiones y de cambio hacia la financiación mediante depósitos, que incentiva la regulación vigente.

Los activos exteriores netos de las IFM volvieron a registrar entradas, por valor de 83 mm de euros en el segundo trimestre y de 40 mm de euros en julio (véase gráfico 10). Esta mejora de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro sucede a una serie de cuantiosas entradas en el saldo total de inversiones directas y de cartera desde julio de 2002 (véase recuadro 2). Esta posición 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. Por tanto, estos flujos van asociados a una confianza renovada en la zona del euro, que está atrayendo a los inversores internacionales.

**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)

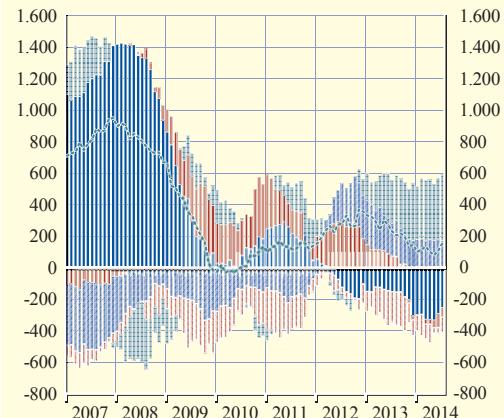


Fuente: BCE.

**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)



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.

## VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA

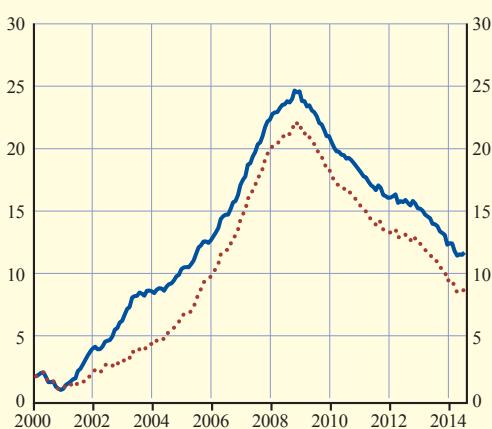
La evolución de M3 observada entre finales de diciembre de 2013 y finales de julio de 2014 se ha traducido en nuevas disminuciones de la liquidez monetaria acumulada en la zona del euro con anterioridad a la crisis financiera (véanse gráficos 11 y 12). Algunos indicadores de la liquidez monetaria que 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 más equilibrada que en el pasado. No obstante, ha de recordarse que 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 débil en el segundo trimestre. El crecimiento monetario se recuperó ligeramente en julio como consecuencia de la mayor preferencia por la liquidez monetaria, pese a que se mantuvo el escaso dinamismo del crédito en la zona del euro. El frágil crecimiento del crédito al sector privado continuó reflejando factores de demanda de carácter cíclico y estructural y condiciones de oferta restrictivas en algunos países. A medio plazo, un requisito previo para que la recuperación del crédito al sector privado sea sostenida es que se restablezca la capacidad de las entidades de crédito para asumir riesgos y se recupere la demanda de crédito bancario por parte de dicho sector.

**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)

- Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
- Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera<sup>2)</sup>



Fuente: BCE.

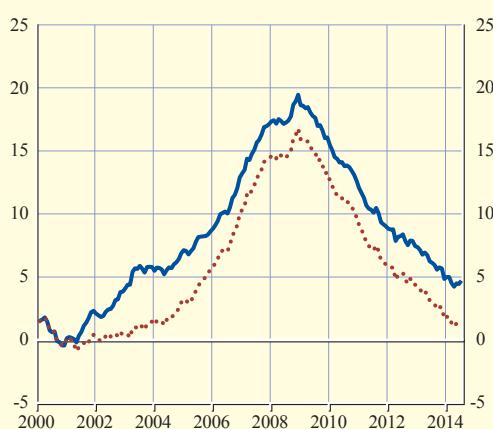
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5 %), tomando diciembre de 1998 como período base.

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)

- Brecha monetaria real basada en M3 oficial
- Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera<sup>2)</sup>



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.

## Recuadro 2

### EVOLUCIÓN RECENTE 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 segundo trimestre de 2014. En los doce meses transcurridos hasta junio de 2014 el superávit por cuenta corriente de la zona del euro se reflejó, en general, en las salidas netas agregadas de la cuenta financiera que se mantuvieron en un nivel próximo a 250 mm de euros y que estuvieron determinadas por las continuas salidas netas de otras inversiones (principalmente depósitos y préstamos), que se compensaron en parte con entradas netas en el saldo total de inversiones directas y de cartera (véase cuadro).

Las entradas netas registradas en el agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron ligeramente, pasando de 57 mm de euros en el período de doce meses anterior a 54 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio de 2014. Las entradas netas de inversiones de cartera siguieron siendo considerables, situándose en 107 mm de euros, aunque se redujeron en comparación con el período de doce meses precedente. Las compras netas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones de la zona del euro realizadas por inversores extranjeros aumentaron en el contexto de un clima de inversión favorable tras las medidas de política y las reformas emprendidas en la zona del euro. Estas entradas de inversiones se compensaron, en parte, con un aumento de las adquisiciones netas de valores de renta variable y de renta fija extranjeros efectuadas por los inversores de la zona del euro. En la categoría de valores representativos de deuda, los inversores de la

#### 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					
	2014 Marzo			2014 Junio			2013 Junio			2014 Junio		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>			-31,8			-64,4			-249,4			-253,6
Total de inversiones												
directas y de cartera	-71,8	111,2	39,4	-184,1	163,4	-20,6	-592,5	649,9	57,4	-614,5	668,2	53,7
Inversiones directas	2,7	-27,1	-24,4	-32,3	32,2	-0,1	-332,3	263,6	-68,8	-268,4	215,0	-53,4
Inversiones de cartera	-74,5	138,3	63,8	-151,7	131,2	-20,5	-260,1	386,3	126,2	-346,1	453,2	107,1
Acciones y participaciones	-23,5	74,4	50,9	-58,4	108,8	50,4	-143,6	251,1	107,5	-167,4	291,2	123,8
Valores representativos de deuda	-51,1	63,9	12,8	-93,4	22,4	-71,0	-116,5	135,2	18,7	-178,7	162,0	-16,7
Bonos y obligaciones	-36,3	72,4	36,1	-64,2	43,2	-21,1	-127,4	107,8	-19,6	-133,9	189,0	55,2
Instrumentos del mercado monetario	-14,8	-8,5	-23,3	-29,1	-20,8	-49,9	10,9	27,4	38,3	-44,8	-27,0	-71,8
Otras inversiones	-190,9	121,6	-69,3	-36,0	-13,5	-49,5	142,9	-475,8	-332,9	-121,2	-197,7	-319,0
<i>De las cuales: IFM</i>												
Inversiones directas	-4,1	-1,3	-5,4	-1,1	2,7	1,6	-2,4	9,1	6,8	-10,8	5,7	-5,1
Inversiones de cartera	1,3	19,5	20,9	-21,9	-4,5	-17,0	24,7	-77,2	-52,4	-33,5	18,9	-5,2
Acciones y participaciones	9,8	13,6	23,4	0,7	15,7	13,0	-27,7	-39,3	-67,0	-11,6	33,3	18,4
Valores representativos de deuda	-8,5	5,9	-2,5	-22,6	-20,2	-30,0	52,4	-37,8	14,6	-21,9	-14,4	-23,5
Otras inversiones	-133,4	43,5	-89,9	-47,8	-39,9	-87,7	135,3	-430,7	-295,5	-100,6	-251,7	-352,2

Fuente: BCE.

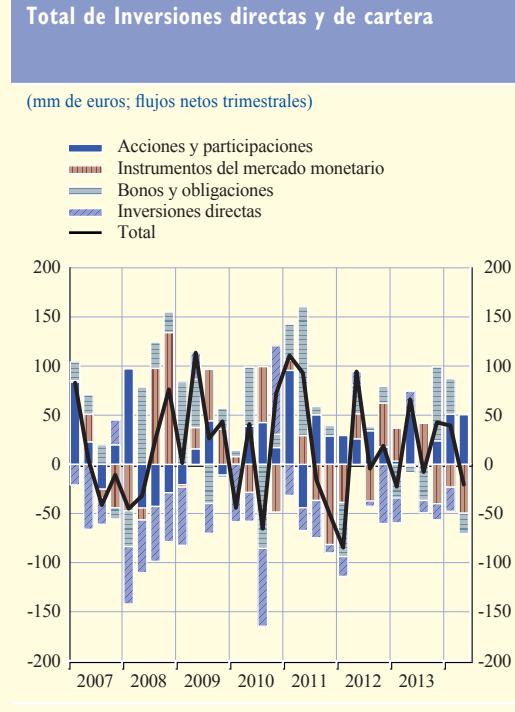
Nota: Las sumas pueden no coincidir, debido al redondeo.

1) Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida). Los activos (pasivos) corresponden a las adquisiciones netas por residentes en la zona del euro (no residentes) de instrumentos financieros emitidos por no residentes en la zona (residentes en la zona del euro).

zona del euro pasaron de ser vendedores netos a compradores netos de instrumentos del mercado monetario extranjero. Al mismo tiempo, los inversores extranjeros se convirtieron en vendedores netos de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro en los doce meses transcurridos hasta junio de 2014. Las salidas netas resultantes de los mercados monetarios posiblemente reflejen la caída de los rendimientos en los mercados monetarios de la zona del euro. Las salidas netas de inversiones directas disminuyeron ligeramente en comparación con el período de doce meses precedente, reduciendo tanto los inversores de la zona del euro como los inversores extranjeros sus adquisiciones de valores en el exterior.

Las salidas netas de la partida de otras inversiones disminuyeron de 333 mm de euros a 319 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio de 2014, al reducirse significativamente las retiradas de depósitos y préstamos de las IFM de la zona del euro por parte de no residentes. Las IFM de la zona frenaron su repatriación de activos exteriores en concepto de otras inversiones, registrándose un cambio de signo, de descenso a aumento, en sus depósitos y préstamos externos. Considerada en su conjunto, esta evolución sugiere una normalización gradual de las transacciones transfronterizas de las IFM de la zona del euro. Se ha producido 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 han seguido reduciéndose, mientras que las adquisiciones netas de activos a corto plazo han sido significativas. En los doce meses transcurridos hasta junio de 2014, el aumento 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 inversiones de cartera.

En el segundo trimestre de 2014 el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas por importe de 21 mm de euros, en comparación con las entradas netas de 39 mm de euros contabilizadas en el primer trimestre de 2014 (véase gráfico). El cambio de signo del agregado se debió a las salidas netas de inversiones de cartera, sumado al cese de las salidas netas de inversiones directas. En la partida de inversiones de cartera, las entradas netas de acciones y participaciones se mantuvieron estables en torno a 50 mm de euros, dado que tanto los inversores de la zona del euro como los inversores extranjeros incrementaron sus compras netas. Cabe señalar que las inversiones netas de los inversores extranjeros en valores de renta variable de la zona del euro ascendieron a un total de 109 mm de euros en el segundo trimestre de 2014 —la cifra trimestral más elevada registrada desde la introducción del euro— en un contexto de favorable evolución de los mercados bursátiles de la zona.



Al mismo tiempo, se registraron salidas netas de valores representativos de deuda por importe de 71 mm de euros, lo que supone una reversión de las entradas netas de este tipo de valores, de 13 mm de euros, observadas en el trimestre anterior. Este cambio de signo de los flujos de inversión estuvo determinado tanto por un aumento de las compras netas de valores de renta fija extranjeros por parte de inversores de la zona del euro, como por las menores compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro, combinadas con un incremento de las ventas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona por parte de los inversores extranjeros. Las salidas netas de otras inversiones se redujeron aún más en comparación con el trimestre anterior, cayendo hasta el nivel más bajo registrado desde el primer trimestre de 2013, impulsadas por las entradas netas contabilizadas en el sector de instituciones distintas de IFM.

En el segundo trimestre de 2014, los no residentes en la zona del euro continuaron siendo compradores netos de acciones y participaciones emitidas por IFM de la zona, ofreciendo así un nuevo indicio de una normalización gradual en este sector. No obstante, los inversores extranjeros redujeron sus tenencias de valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro. Las IFM de la zona recortaron sus ventas netas de valores de renta variable extranjeros, pero incrementaron sus tenencias de valores de renta fija extranjeros. Asimismo, las IFM de la zona del euro siguieron aumentando sus depósitos y préstamos en el exterior, mientras que los inversores extranjeros redujeron sus activos de otras inversiones en el sector de IFM de la zona. Como resultado, los activos exteriores netos de este sector continuaron aumentando en el segundo trimestre de 2014, reflejando en gran medida las transacciones asociadas al superávit por cuenta corriente de la zona del euro y las entradas netas de otras inversiones en el sector de instituciones distintas de IFM de la zona del euro.

## 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 y alcanzó un nuevo mínimo histórico en el primer trimestre de 2014. 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. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones se mantuvo estable. Los fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario volvieron a registrar significativas entradas en el segundo trimestre de 2014, mientras que los fondos del mercado monetario continuaron experimentando salidas moderadas.*

### SECTORES NO FINANCIEROS

En el primer trimestre de 2014 (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 1,4%, frente al 1,6% del cuarto trimestre de 2013, y alcanzó un nuevo mínimo histórico desde que se dispone de datos de la zona del euro (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 interanual de las acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) y de las participaciones en fondos de inversión se redujeron significativamente en el primer trimestre de 2014. Esta reducción solo se vio compensada parcialmente por una tasa de crecimiento interanual menos negativa de la inversión

**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 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 III	2012 IV	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I	
<b>Inversión financiera</b>	<b>100</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	
Efectivo y depósitos	23	3,3	3,1	4,1	3,5	3,6	3,6	2,7	3,0	3,0	2,6	2,6	
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	5	8,3	2,6	1,0	0,8	-0,4	-4,7	-7,1	-8,5	-9,1	-9,2	-7,2	
De los cuales: A corto plazo	0	0,3	20,3	18,9	22,3	21,4	-3,9	-18,8	-25,8	-30,8	-26,6	-9,7	
De los cuales: A largo plazo	4	8,9	1,3	-0,4	-0,8	-2,1	-4,8	-6,0	-6,9	-7,1	-7,7	-5,0	
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	31	2,6	2,8	3,1	2,7	2,5	2,1	2,5	1,8	1,9	1,6	0,8	
De las cuales: Acciones cotizadas	6	2,3	1,9	2,6	3,2	0,9	0,8	0,9	1,8	1,6	0,7	0,3	
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	25	2,7	3,0	3,2	2,6	2,8	2,4	2,8	1,8	2,0	1,8	0,9	
Participaciones en fondos de inversión	5	-4,9	-5,1	-3,9	-3,4	-1,4	-0,7	3,3	2,9	2,4	2,6	1,1	
Reservas técnicas de seguro	15	2,6	2,0	1,8	1,9	2,0	2,3	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	
Otros <sup>2)</sup>	21	4,5	3,1	2,1	2,7	2,7	3,5	3,8	2,6	1,7	2,1	2,0	
M3 <sup>3)</sup>		1,7	1,6	2,8	3,0	2,8	3,5	2,5	2,4	2,0	1,0	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.

en valores distintos de acciones (-7,2 %, frente al -9,2 % del trimestre anterior) y un avance marginal de la 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 disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2014. Las tasas de crecimiento interanual de la inversión de este sector en acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) y en participaciones en fondos de inversión registraron un descenso significativo. Esta evolución enmascara el hecho de que las entradas trimestrales que se contabilizaron en las participaciones en fondos de inversión aumentaron con respecto al trimestre anterior, al tiempo que las registradas en las acciones cotizadas pasaron a ser positivas. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en valores distintos de acciones fue menos negativa, lo que indica que el ritmo al que los hogares vendieron estos valores se moderó. Por último, la adquisición de reservas técnicas de seguro por parte de los hogares (que corresponde a inversión en productos de seguros de vida y de pensiones) se incrementó con respecto al trimestre anterior.

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

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

APP  
 Sociedades no financieras  
 Hogares  
 Sectores no financieros



Fuente: BCE.

En cuanto a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de su inversión financiera se redujo en el primer trimestre de 2014, debido, principalmente, al descenso de las tasas de crecimiento interanual de la inversión en acciones y otras participaciones, en efectivo y depósitos y en otros activos, que fue contrarrestado solo parcialmente por una contribución menos negativa de los valores distintos de acciones. 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 aumentó ligeramente en el primer trimestre de 2014. Este ligero incremento del ritmo de acumulación de activos se debió, sobre todo, a una contribución menos negativa del efectivo y depósitos, cuya tasa de crecimiento se situó en el  $-0,4\%$ , frente al  $-6,7\%$  del trimestre anterior. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) y de la inversión en otros activos, que incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, continuó cayendo en el primer trimestre de 2014.

### INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones permaneció sin cambios y se situó en el  $3,4\%$  en el primer trimestre de 2014 (véase gráfico 14). El detalle por instrumento financiero muestra que esta tasa de crecimiento interanual positiva estuvo impulsada, principalmente, por la inversión en valores distintos de acciones y en participaciones en fondos de inversión.

**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



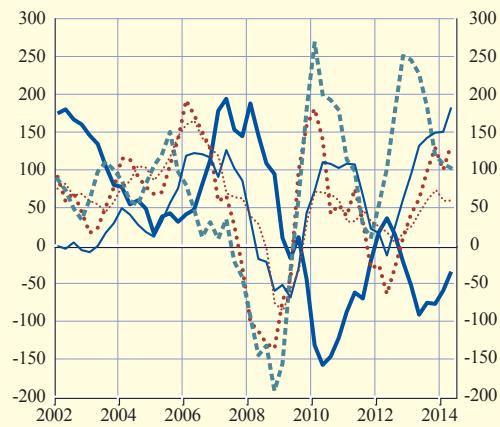
Fuente: BCE.

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.

Los datos sobre fondos de inversión, que ya están disponibles para el segundo trimestre de 2014, revelan que los fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario registraron una entrada trimestral por valor de 155 mm de euros, que fue 46 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 fondos mixtos, que fueron unos 14 mm de euros más elevadas que en el trimestre anterior, representaron el grueso de la entrada trimestral total en fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario en el segundo trimestre de 2014. Además, mientras que las entradas en fondos de renta variable se incrementaron en 20 mm de euros con respecto al trimestre anterior, la inversión en fondos de renta fija se situó en 35 mm de euros, frente a la cifra de 44 mm de euros del primer trimestre de 2014. En términos anualizados, esta evolución se tradujo en un ligero descenso de las entradas registradas en los fondos de renta fija y en un aumento de las entradas en fondos de renta variable, que se situaron en 134 mm de euros en el segundo trimestre de 2014, frente a los 100 mm de euros del primer trimestre (véase gráfico 15). Los fondos del mercado monetario continuaron registrando salidas moderadas en el segundo trimestre de 2014. En términos interanuales, las salidas de los fondos del mercado monetario se situaron en 35 mm de euros, lo que representa un descenso con respecto a la cifra de 60 mm de euros del trimestre anterior.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

*Con carácter general, los tipos de interés del mercado monetario se redujeron moderadamente entre mediados de mayo y principios de septiembre de 2014, tras las decisiones adoptadas en junio por el Consejo de Gobierno, y estas disminuciones solo cesaron temporalmente por la volatilidad registrada hacia finales de mes. El aumento del exceso de liquidez después de la suspensión de las operaciones de ajuste semanales que habían esterilizado la liquidez inyectada en el marco del programa para los mercados de valores se vio compensado, en parte, por el menor recurso a las operaciones de mercado abierto y por el reembolso continuado de la liquidez obtenida en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años.*

#### Recuadro 3

##### ESTIMACIÓN DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ ESPERADA EN LA ZONA DEL EURO

El BCE proporciona información diaria sobre la situación de liquidez en la zona del euro. En el presente recuadro se explica esta información, que incluye datos sobre las operaciones de financiación del Eurosistema, el recurso a las facilidades permanentes, los saldos vivos de los programas de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP), los saldos en cuenta corriente en los bancos centrales nacionales y las exigencias de reservas del Eurosistema. Con esta información, las entidades de contrapartida también pueden calcular el importe del exceso de liquidez en la zona del euro.

Además, el BCE facilita información semanal sobre la previsión de los factores autónomos diarios medios y el importe de adjudicación de referencia<sup>1</sup> de las operaciones principales de financiación (OPF), cuya adjudicación llevaría a una situación de liquidez neutral durante los períodos cubiertos. En este recuadro se explica también cómo la previsión de los factores autónomos puede ayudar a las entidades de contrapartida a medir mejor su recurso a las operaciones de financiación y a estimar el exceso de liquidez en la zona del euro en un contexto de adjudicación plena a tipo de interés fijo.

<sup>1</sup> En el contexto de las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, actualmente el importe de adjudicación de referencia es menos relevante desde un punto de vista operativo. Sin embargo, continúa siendo útil como indicador de una situación de liquidez equilibrada.

## Cifras sobre liquidez publicadas diariamente por el BCE

Cada mañana, alrededor de las 9.10 h (hora central europea), el BCE proporciona información de las principales cifras relativas a la situación de liquidez de la zona del euro del día anterior a través de determinadas agencias de noticias, como Thomson Reuters y Bloomberg<sup>2</sup>. Esta información, que se extrae del balance consolidado del Eurosistema, está disponible en las páginas «Outstanding open market operations» (Thomson Reuters ECB39; Bloomberg ECB/15/6/4) e «Information on liquidity conditions in the euro area» (Thomson Reuters ECB40; Bloomberg ECB/15/6/5).

La primera de estas dos páginas ofrece un desglose de las operaciones de mercado abierto (OMA) y de los CBPP (es decir, CBPP y CBPP2)<sup>3</sup>. La segunda ofrece la información siguiente:

- Las exigencias de reservas (ER) medias de todas las entidades de crédito del día anterior (esta cifra suele mantenerse estable durante el período de mantenimiento<sup>4</sup>).
- La estimación de los factores autónomos (FA) diarios medios que se explican con detalle en la sección siguiente.
- El saldo vivo de las operaciones de mercado abierto del Eurosistema, excluido el programa para los mercados de valores (SMP). Esta cifra incluye los saldos vivos de todas las operaciones temporales (operaciones de financiación y operaciones de ajuste —de inyección o de absorción de liquidez—), así como los dos CBPP. La información relativa al programa para los mercados de valores se publica semanalmente en el sitio web del BCE<sup>5</sup>.
- El recurso a la facilidad marginal de crédito (FMC) y a la facilidad de depósito (FD) del día hábil anterior.
- Los saldos en cuenta corriente (CC) agregados mantenidos por las entidades de crédito en los BCN el día anterior. Por tanto, para calcular el exceso de liquidez (EL) existente en la zona del euro el día anterior puede utilizarse la fórmula siguiente:

$$EL = CC + FD - FMC - ER$$

- Los saldos en cuenta corriente medios del período de mantenimiento en curso, que resultan útiles para calcular el exceso de liquidez medio desde el primer día del período de mantenimiento hasta el día anterior.
- El efecto neto sobre la liquidez (ENL) de los factores autónomos y del SMP, que incluye el valor de los factores autónomos el día anterior, excluido el saldo vivo del SMP. Aun cuando el BCE no publica información diaria relativa a las variaciones en el SMP, este dato es útil para estimar los factores autónomos diarios, según la fórmula siguiente:

$$FA = ENL + SMP$$

2 Otras agencias de noticias también reciben y publican la misma información.

3 Se puede consultar información adicional sobre la situación de liquidez en otras páginas de Thomson Reuters y de Bloomberg. La misma información, incluidos los datos históricos, está disponible en el sitio web del BCE: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>

4 Ocasionadamente pueden registrarse cambios menores, por ejemplo, cuando se produce la resolución o la fusión de una entidad de crédito.

5 Véase <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

## Factores autónomos

Los factores autónomos son aquellas partidas del balance de los bancos centrales que no reflejan operaciones de política monetaria o tenencias de reservas. Se denominan autónomos porque no se encuentran bajo el control del banco central. Como tales, son un elemento fundamental para valorar la situación de liquidez y constituyen la principal fuente de incertidumbre a la hora de estimar las necesidades de liquidez futuras del sistema bancario. Los factores autónomos se clasifican en: i) depósitos netos de las Administraciones Públicas en BCN del Eurosistema, ii) billetes en circulación<sup>6</sup>, iii) activos exteriores netos, iv) activos netos denominados en euros, y v) otros factores autónomos<sup>7</sup>.

Desde 2013, la suma de todos los factores autónomos ha fluctuado entre 443 mm de euros y 553 mm de euros. Sin embargo, como puede observarse en el gráfico A, su volatilidad ha sido considerable, similar a la observada en los depósitos de las Administraciones Públicas en BCN<sup>8</sup>. Durante un período de mantenimiento, estos depósitos registran la mayor parte de la volatilidad de los factores autónomos con un componente cíclico significativo durante un mes natural. Desde 2012, las variaciones diarias de los factores autónomos se han situado en una media de alrededor de 4,4 mm de euros, correspondiendo 3,7 mm de euros a los depósitos netos de las Administraciones Públicas.

## Estimación de la situación de liquidez semanal esperada

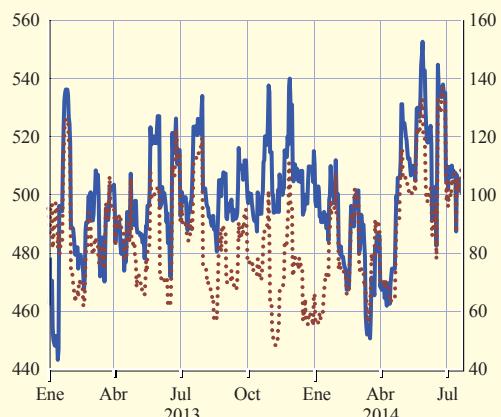
El BCE publica semanalmente, junto con el anuncio de la OPF y también con la adjudicación de esta operación, la previsión de los factores autónomos diarios medios para el período comprendido entre el día del anuncio y el día anterior a la fecha de vencimiento de la OPF<sup>9</sup>. Las entidades de contrapartida pueden utilizar esta información para definir un escenario base (considerando, por ejemplo, aquellos importes que no han variado de las operaciones de subasta y los valores adquiridos por el BCE) de la situación de liquidez esperada en la zona del euro durante la semana de una OPF, y también para medir su recurso a las operaciones de liquidez del Eurosistema. Cuanto mayores sean los factores autónomos, menor será la liquidez esperada.

Para estimar la liquidez media esperada durante una semana de una OPF, en la fecha del anuncio (t), la liquidez realizada en el día t-1 debe ajustarse por: i) la diferencia entre los factores autónomos

**Gráfico A Evolución de los factores autónomos y de los depósitos de las Administraciones Públicas en BCN**

(mm de euros)

— Factores autónomos (escala izquierda)  
..... Depósitos de las Administraciones Públicas en BCN (escala derecha)



Fuente: BCE.

6 Determinados por el comportamiento del público. Para más información sobre los factores autónomos, véase el artículo titulado «La gestión de la liquidez del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2002.

7 Estos factores incluyen otras partidas del balance, como cuentas de revalorización, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, y capital y reservas.

8 Los Tesoros pueden mantener sus principales depósitos en BCN o en bancos comerciales. En este contexto, la situación de liquidez en la zona del euro solo se ve afectada cuando se producen entradas o salidas en las cuentas mantenidas en los BCN.

9 En la primera semana de cada período de mantenimiento, la previsión solo abarca el período comprendido entre la fecha de liquidación de la OPF y el día anterior a la fecha de vencimiento de la operación.

realizados (FAR) en el día  $t-1$  y la previsión (publicada por el BCE) de los factores autónomos medios válida para la semana siguiente, y ii) la variación prevista en las operaciones de mercado abierto (incluida una estimación de los reembolsos anticipados de las tres operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años). La fórmula sería la siguiente:

$$EL_t \text{ (estimación media para la semana de la OPF)} = EL_{t-1} + FAR_{t-1} - \text{previsión de } FA_t - \text{reembolsos esperados de OFPML}^{10}$$

Cabe señalar que el ajuste de la estimación dependerá de la diferencia entre la previsión de los factores autónomos diarios medios publicada por el BCE y su valor realizado. La media de esta diferencia se sitúa en alrededor de 5 mm de euros, estando el 65 % de las observaciones por debajo de la media, utilizando como base una muestra de dos años. Además, la volatilidad de los factores autónomos podría generar fluctuaciones significativas en la liquidez durante la semana de la OPF. La diferencia media entre los valores máximo y mínimo de los factores autónomos durante el período de mantenimiento asciende a 44 mm de euros, determinada, principalmente, por la evolución de los depósitos de las Administraciones Públicas (véase gráfico B). Estos tienden a aumentar cuando se recaudan los impuestos y a disminuir cuando se desembolsan los salarios y las pensiones. Mientras que la recaudación de impuestos se concentra alrededor de los diez últimos días de un mes natural, los salarios y las pensiones suelen abonarse a principios del mes. Por tanto, al calcular la situación de liquidez diaria, es fundamental tener en consideración la evolución probable de los depósitos de las Administraciones Públicas para prever posibles déficits de liquidez.

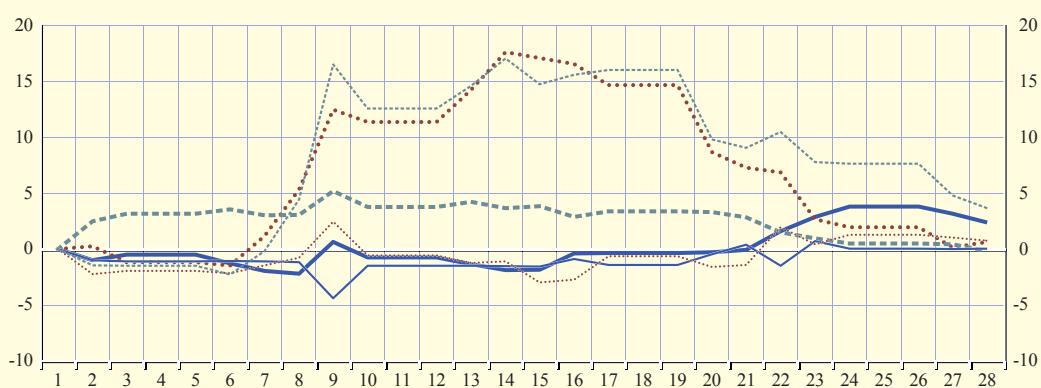
10 Es decir, suponiendo que los importes de otras operaciones de mercado abierto no varían durante la semana de referencia.

#### Gráfico B Evolución de los factores autónomos durante un período de mantenimiento de 28 días

(datos medios; mm de euros)

Eje de abscisas: días del período de mantenimiento

Billetes	Activos exteriores netos
Depósitos de las AAPP	Otros factores autónomos
Activos netos denominados en euros	Total factores autónomos



Fuente: BCE.

Nota: Los días del período de mantenimiento no corresponden a días naturales.

### Ejemplo: estimación de la situación de liquidez diaria

Las entidades de contrapartida pueden estimar el exceso diario de liquidez utilizando la información facilitada en las páginas relacionadas con el BCE citadas anteriormente y la previsión de los factores autónomos diarios medios. A continuación se presentan dos métodos sencillos de estimación (véase gráfico C). No cabe duda de que la precisión de las estimaciones puede aumentar con el uso de información más avanzada<sup>11</sup>.

En el cuadro que se presenta más adelante se utilizan dos semanas de OPF del primer período de mantenimiento de 2014 para mostrar cómo se puede estimar diariamente el exceso de liquidez. La zona sombreada en verde (columnas I a IV) presenta los datos que el BCE pone a disposición del mercado, es decir, con un día de retraso y a través de las agencias de noticias. Esta información es la siguiente: operaciones de financiación y de ajuste esperadas<sup>12</sup> (columna I), saldos vivos de valores adquiridos por el BCE (columna II), exigencias de reservas (columna III) y, por último, factores autónomos realizados, calculados como la suma del ENL y los saldos vivos del programa para los mercados de valores (columna IV).

La columna V muestra el cálculo del exceso de liquidez realizado, que se basa en la información facilitada al mercado y que se muestra en la zona verde. Ha de recordarse que estos datos siempre se proporcionan para el día anterior. Por tanto, los cálculos de la columna V también se refieren al día anterior.

En las zonas sombreadas en azul, la situación de liquidez se estima utilizando los dos métodos descritos anteriormente, es decir, considerando solo la previsión de los factores autónomos diarios medios publicada por el BCE (en azul claro) y empleando la misma previsión, pero ajustada para reflejar una estimación de la evolución mensual de los depósitos de las Administraciones Públicas (en azul oscuro). Las cifras correspondientes al martes 21 de enero figuran en negrilla y sirven de ejemplo. Para estimar el exceso de liquidez de ese día, hay que calcular la variación esperada en la situación de liquidez (columna VII). Corresponde a la diferencia diaria en las operaciones temporales<sup>13</sup> (OT; columna I), así como a la diferencia entre los factores autónomos realizados del día anterior (columna IV) y la previsión de factores autónomos.

$$EL_t(\text{estimación}) = EL_{t-1} + FA_{t-1} - \text{previsión de } FA_t + (OT_t - OT_{t-1})$$

11 Pueden utilizarse modelos más refinados para obtener estimaciones más exactas.

12 El saldo vivo de las operaciones de financiación y de ajuste se conoce siempre un día antes, a menos que haya operaciones que se liquiden y adjudiquen el mismo día.

13 Las operaciones temporales incluyen operaciones de financiación y operaciones de ajuste (de inyección o de absorción de liquidez). En este caso las variaciones se conocen un día antes, a menos que estén relacionadas con operaciones que se liquiden y adjudiquen el mismo día.

**Gráfico C Dos métodos sencillos para estimar la situación de liquidez diaria**

Menos preciso

Para cada día de la semana de la OPF se considera la previsión de los factores autónomos diarios medios publicada por el BCE.

Más preciso

Para cada día de la semana de la OPF se considera la previsión de los factores autónomos diarios medios publicada por el BCE, ajustada (si procede) por la tendencia mensual de los depósitos de las Administraciones Públicas.

Fuente: BCE.

### Estimaciones de la situación de liquidez diaria en un período de muestra

Fecha de referencia (2014)	(mm de euros)					$= I + II - III - IV$
	I Operaciones de financiación y de ajuste	II Saldo vivo de valores	III Exigencias de reservas	IV Factores autónomos realizados	V Exceso de liquidez realizado	
Lunes 20 enero	493,4	233,8	103,6	484,3	139,4	
<b>Martes 21 enero</b>	<b>493,4</b>	<b>233,8</b>	<b>103,6</b>	<b>498,3</b>	<b>125,3</b>	
Miércoles 22 enero	540,9	233,8	103,6	499,9	171,2	
Jueves 23 enero	540,9	233,8	103,6	509,9	161,2	
Viernes 24 enero	540,9	233,5	103,6	502,7	168,1	
Sábado 25 enero	540,9	233,5	103,6	502,7	168,1	
Domingo 26 enero	540,9	233,5	103,6	502,7	168,1	
Lunes 27 enero	540,9	233,5	103,6	500,8	170,1	
Martes 28 enero	540,9	233,5	103,6	497,1	173,7	
Miércoles 29 enero	537,4	233,0	103,6	502,0	164,9	
Jueves 30 enero	540,5	233,0	103,6	511,9	157,9	
Viernes 31 enero	540,5	233,0	103,6	500,3	169,6	
Sábado 1 febrero	540,5	233,0	103,6	500,3	169,6	
Domingo 2 febrero	540,5	233,0	103,6	500,3	169,6	
Lunes 3 febrero	540,5	231,3	103,6	482,3	185,9	
Martes 4 febrero	540,5	231,3	103,6	480,8	187,4	

Fuente: BCE.

### Estimaciones de la situación de liquidez diaria en un período de muestra (cont.)

Fecha de referencia (2014)	(mm de euros)					Estimación sin ajustar por la evolución mensual de los depósitos de las Administraciones Públicas				Estimación ajustada por la evolución mensual de los depósitos de las Administraciones Públicas			
	Previsión de factores autónomos VI $= IV_{t-1} - VI_t + I_t - I_{t-1}$	Variación esperada en la liquidez VII $= V_{t-1} + VII_t$	Estimación de la liquidez VIII $= VIII - V$	Error IX	Factores autónomos X $= IV_{t-1} - X_t + I_t - I_{t-1}$	Variación esperada de la liquidez XI $= V_{t-1} + XI_t$	Estimación de la liquidez XII $= XII - V$	Error XIII					
Lunes 20 enero													
<b>Martes 21 enero</b>	<b>501,4</b>	<b>-17,1</b>	<b>122,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>499,7</b>	<b>-15,4</b>	<b>124,0</b>	<b>-1,4</b>					
Miércoles 22 enero	501,4	44,4	169,7	-1,5	500,4	45,4	170,7	-0,5					
Jueves 23 enero	501,4	-1,5	169,7	8,5	501,4	-1,5	169,7	8,5					
Viernes 24 enero	501,4	8,5	169,7	1,6	502,0	7,9	169,1	1,0					
Sábado 25 enero	501,4	1,3	169,5	1,3	502,0	0,7	168,9	0,7					
Domingo 26 enero	501,4	1,3	169,5	1,3	502,0	0,7	168,9	0,7					
Lunes 27 enero	501,4	1,3	169,5	-0,6	502,2	0,5	168,7	-1,4					
Martes 28 enero	492,2	8,6	178,7	4,9	497,0	3,8	173,9	0,1					
Miércoles 29 enero	492,2	1,5	175,2	10,3	497,2	-3,5	170,2	5,3					
Jueves 30 enero	492,2	12,8	177,7	19,7	497,3	7,7	172,6	14,6					
Viernes 31 enero	492,2	19,7	177,7	8,1	497,4	14,5	172,5	2,9					
Sábado 1 febrero	492,2	8,1	177,7	8,1	497,4	2,9	172,5	2,9					
Domingo 2 febrero	492,2	8,1	177,7	8,1	497,4	2,9	172,5	2,9					
Lunes 3 febrero	492,2	8,1	177,7	-8,2	480,0	20,3	189,9	4,0					
Martes 4 febrero	492,2	-9,9	176,0	-11,4	474,0	8,3	194,2	6,8					
Error absoluto medio				6,5	Error absoluto medio							3,6	

Fuente: BCE.

Para esta observación, la diferencia diaria en las operaciones temporales es igual a cero ya que no hay operaciones de inyección o de absorción de liquidez ni reembolsos anticipados de OFPML a tres años. Por tanto, la variación esperada en la situación de liquidez es la diferencia entre los factores autónomos realizados del día anterior (columna IV) y la previsión de factores autónomos (columna VI). El 21 de enero, esta diferencia era igual a -17,1 mm de euros (columna VII). Por último, el exceso de liquidez (columna VIII) puede estimarse sumando la variación esperada de la liquidez de -17,1 mm de euros al exceso de liquidez previamente realizado (columna V).

En la zona azul oscuro se realiza la misma estimación, pero la previsión de los factores autónomos diarios medios se ajusta para tener en cuenta la evolución de los depósitos de las Administraciones Públicas (columna X), cuestión de especial importancia durante el período de recaudación de impuestos y a principios de mes, cuando se desembolsan los salarios y las pensiones. Cabe observar que el error diario medio correspondiente a la estimación más precisa, que incluye las expectativas sobre los depósitos de las Administraciones Públicas, se sitúa en 3,6 mm de euros —este importe es casi la mitad de la estimación menos precisa de 6,5 mm de euros—.

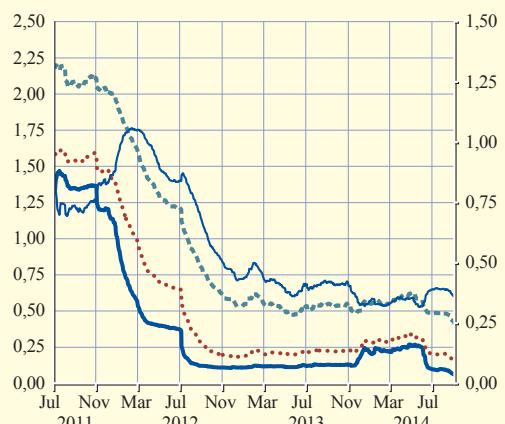
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron tras las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE en junio de 2014. Como consecuencia, los tipos euríbor a un mes, tres meses, seis meses y doce meses cayeron 19, 16, 15 y 15 puntos básicos con respecto a los niveles observados a finales de mayo, y el 3 de septiembre se situaron en el 0,06 %, el 0,15 %, el 0,25 % y el 0,42 %, respectivamente. 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, se incrementó durante el verano, alcanzando su nivel más elevado desde noviembre de 2013, antes de acabar el período analizado en torno a 36 puntos básicos. Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías mostraron una volatilidad escasa durante el período considerado, y sus variaciones diarias nunca superaron los 2 puntos básicos 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 septiembre y diciembre de 2014 y marzo y junio de 2015 también registraron un descenso —de entre 6 y 7 puntos básicos, aproximadamente— con respecto a los niveles observados a finales de mayo y se situaron en el 0,14 %, el 0,13 %, el 0,12 % y el 0,13 %, respectivamente, el 3 de septiembre (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, se mantuvo prácticamente sin variación en torno a los niveles observados a finales de mayo (véase gráfico 19). El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó por debajo del 0,01 % el 3 de septiembre, unos 11 puntos básicos menos que el tipo

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

(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)

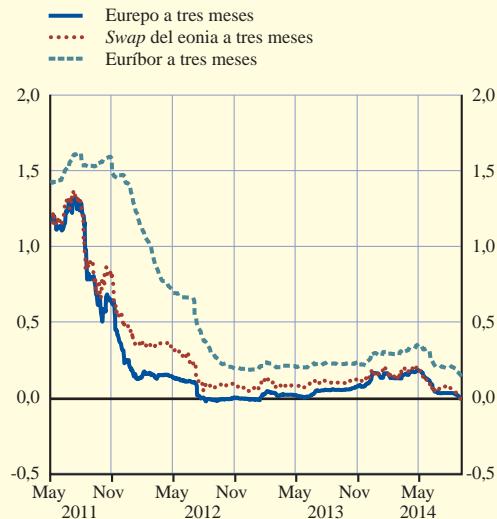
- Euribor a un mes (escala izquierda)
- Euribor a tres meses (escala izquierda)
- - - Euribor a doce meses (escala izquierda)
- Diferencial entre los tipos euribor a doce meses y a un mes (escala derecha)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

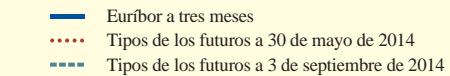
(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

**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.

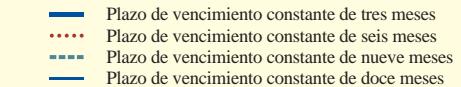
registrado el 4 de junio, antes de las decisiones del Consejo de Gobierno. Así pues, el diferencial entre el euríbor a tres meses y el swap del eonia al mismo plazo se situó en 16 puntos básicos el 3 de septiembre, 5 puntos básicos por debajo del nivel observado el 4 de junio (véase gráfico 17).

Entre principios de junio y comienzos de septiembre, el eonia se redujo alrededor de 12 puntos básicos en total (véase gráfico 20). A lo largo de junio, el eonia fluctuó dentro de una banda estrecha en torno a un nivel del 0,025%, antes de repuntar y situarse justo por debajo del 0,34% en el último día del mes. Posteriormente, osciló entre el 0,03% y el 0,05% durante la mayor parte de julio, y después aumentó brevemente y se situó en el 0,18% en la última semana del mes. Durante la mayor parte de agosto, el eonia fluctuó dentro de una estrecha banda de entre el 0,00% y el 0,02%, y el 3 de septiembre se situó en el 0,01%.

El BCE siguió proporcionando liquidez mediante operaciones de financiación con vencimiento a una semana y tres meses. Todas estas operaciones se llevaron a cabo mediante el procedimiento de

**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.

subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El 5 de junio, el BCE anunció la interrupción de las operaciones de financiación con plazo especial de un período de mantenimiento, así como la suspensión de las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez que se habían llevado a cabo para esterilizar la liquidez inyectada a través del programa para los mercados de valores (véase también el recuadro 4).

El período comprendido entre el comienzo del sexto período de mantenimiento (11 de junio) y el 3 de septiembre se caracterizó por un incremento del exceso de liquidez. El aumento del saldo vivo de las operaciones de mercado abierto, como consecuencia de la suspensión de las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez, no se vio compensado del todo por el menor recurso a las operaciones de financiación del Eurosistema (es decir, OPF y OFPML), el reembolso de la liquidez obtenida en las OFPML a tres años y el vencimiento de las carteras en firme. Los factores autónomos medios se mantuvieron prácticamente sin variación con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores, mientras que su volatilidad disminuyó ligeramente. El exceso de liquidez osciló entre 101,5 mm de euros y 166,8 mm de euros y ascendió a una media de 131,9 mm de euros en el período analizado, frente a los 117,9 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El 3 de septiembre, el exceso de liquidez se situó en 118,2 mm de euros. El recurso medio diario a la facilidad de depósito se cifró en 24,4 mm de euros, mientras que los saldos en cuenta corriente por encima de las reservas obligatorias se situaron en 107,7 mm de euros, en promedio, y el recurso medio a la facilidad marginal de crédito, en 0,2 mm de euros. Las entidades de contrapartida han reembolsado voluntariamente hasta ahora 658,2 mm de euros de los 1.018,7 mm de euros obtenidos en las dos OFPML a tres años.

#### Recuadro 4

##### SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 14 DE MAYO Y EL 12 DE AGOSTO DE 2014

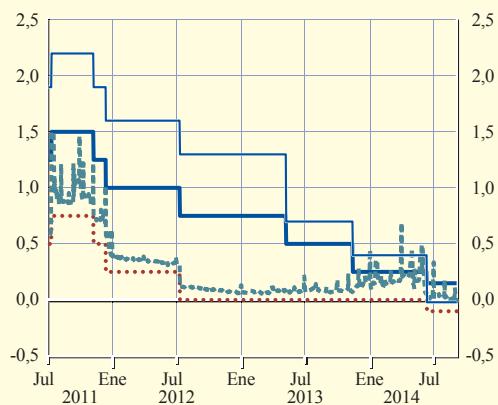
En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 10 de junio, el 8 de julio y el 12 de agosto de 2014, es decir, el quinto, sexto y séptimo período de mantenimiento del año.

El 5 de junio, el BCE redujo el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 10 puntos básicos, situándolo en el 0,15 %, a partir de la operación liquidada el 11 de junio. Asimismo, el BCE rebajó el tipo de interés aplicable a la facilidad marginal de crédito en 35 puntos básicos, situándolo en el 0,40 %, y el aplicable a la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, hasta el -0,10 %, ambos con efectos a partir del comienzo del sexto período de mantenimiento (es decir, a

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

(porcentajes; datos diarios)

- Tipo fijo de las operaciones principales de financiación
- Tipo de depósito
- - - - - Tipo a un día (eonia)
- Tipo marginal de crédito



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

partir del 11 de junio). Además, el BCE decidió suspender las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez que se habían llevado a cabo para esterilizar la liquidez inyectada a través del programa para los mercados de valores (SMP), y la última operación de esterilización relacionada con dicho programa se liquidó el 11 de junio.

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. El 5 de junio, el BCE anunció la interrupción de estas operaciones de financiación con plazo especial con efectos a partir del séptimo período de mantenimiento, es decir, la operación que se liquidó el 11 de junio y venció el 8 de julio fue la última operación ejecutada de este tipo.

Además, las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres meses también se llevaron a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de cada una de estas operaciones se fijaron en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML.

### 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 612,9 mm de euros, lo que representa un incremento de 24,7 mm de euros con respecto a la media diaria del período de referencia anterior (del 12 de febrero al 13 de mayo de 2014)<sup>1</sup>. Los factores autónomos aumentaron significativamente —en 23,5 mm de euros—, situándose en una media de 508,3 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas crecieron marginalmente —1,2 mm de euros—, hasta situarse en una media de 104,5 mm de euros (véase cuadro).

La variación registrada en la media de los factores autónomos reflejó el efecto combinado de las variaciones en diversos componentes individuales. Entre los factores de inyección de liquidez, los activos netos denominados en euros aumentaron 30,3 mm de euros y se situaron en una media de 508,2 mm de euros, tras haber registrado un ascenso de 31 mm de euros en el período anterior. Esto fue consecuencia, entre otras cosas, de la disminución de los depósitos denominados en euros mantenidos en el Eurosistema por instituciones oficiales extranjeras. La introducción de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito indujo a algunas entidades extranjeras a seguir reduciendo sus saldos de efectivo en los bancos centrales del Eurosistema para evitar cargos por intereses negativos.

Entre los factores de absorción de liquidez, los billetes en circulación aumentaron en 19,5 mm de euros, hasta situarse en una media de 959,6 mm de euros, reflejo de la evolución estacional habitual de la demanda de billetes durante el verano. Los depósitos de las Administraciones Públicas también se incrementaron, en 22,1 mm de euros, hasta situarse en una media de 103,7 mm de euros. Dado que la introducción de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito también afectó a los depósitos de las Administraciones Públicas mantenidos en el Eurosistema, los Tesoros nacionales intentaron, en mayor medida, invertir su exceso de liquidez en el mercado a tipos de interés nominales positivos, aunque no siempre lo lograron.

1 Todas las comparaciones se realizan con respecto al período anterior, salvo que se indique lo contrario.

La volatilidad de los factores autónomos volvió a aumentar. Las estimaciones semanales, publicadas con el anuncio de las operaciones principales de financiación, oscilaron entre 451,7 mm de euros y 532,1 mm de euros, en comparación con un rango de entre 448,3 mm de euros y 522,3 mm de euros en el período anterior. Esta volatilidad se debió sobre todo a las fluctuaciones de otros factores autónomos y de los depósitos de las Administraciones Públicas. La tradicional volatilidad de estos últimos, derivada de los ciclos impositivos se acrecentó por los citados intentos de los Tesoros y de los clientes de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema de invertir una mayor parte de sus tenencias en el mercado.

Las previsiones semanales de los factores autónomos mostraron un error absoluto medio de 6,7 mm de euros, oscilando entre -19,3 mm de euros y 5,2 mm de euros, frente a un error absoluto medio de 3,2 mm de euros en el período de análisis anterior. Dicho incremento puede atribuirse, principalmente, a los depósitos de las Administraciones Públicas, que presentaron un error absoluto medio de 5,8 mm de euros, debido a la dificultad para anticipar las inversiones de los Tesoros en un entorno en el que los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo fueron a menudo negativos. También contribuyeron otros factores autónomos, que registraron un error absoluto medio de 3,8 mm de euros.

### Inyección de liquidez

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto, ejecutadas mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, aumentó en 30,2 mm de euros y se situó en 739,7 mm de euros, tras varios períodos de descenso. Este aumento fue consecuencia del efecto combinado del reembolso de la liquidez obtenida en las OFPML a tres años, que se vio parcialmente compensado por el incremento de otras operaciones de subasta de inyección de liquidez y por la suspensión de las operaciones de esterilización semanales relacionadas con el programa para los mercados de valores. La liquidez inyectada a través de las operaciones de subasta ascendió a 531,1 mm de euros, en promedio, lo que supone un crecimiento de 48 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior.

La liquidez media inyectada a través de las OPF semanales aumentó en 11 mm de euros, hasta situarse en 121 mm de euros, dado que algunas entidades de contrapartida recurrieron en parte a las OPF para sustituir los importes reembolsados de las OFPML a tres años y dada la interrupción de las operaciones de financiación con plazo especial de un período de mantenimiento. El importe adjudicado semanalmente mantuvo su volatilidad y fluctuó entre un mínimo de 94 mm de euros el 9 de julio y un máximo de 149,3 mm de euros el 4 de junio, ya que las entidades de crédito ajustaron su demanda en consonancia con la evolución de las condiciones de liquidez y con la situación del mercado monetario. La reducción del tipo de interés de las OPF y la rebaja del tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito, junto con la suspensión de las operaciones de esterilización relacionadas con el programa para los mercados de valores, pueden haber aumentado el exceso de liquidez y frenado la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario, contribuyendo así a la estabilización de los volúmenes adjudicados en las OPF observada desde mediados de junio (con la excepción de los repuntes de fin de mes).

Los reembolsos de las OFPML a tres años continuaron a un ritmo medio de 6,3 mm de euros semanales. Al final del período analizado, los reembolsos totales habían alcanzado los 626 mm de euros, lo que representa el 63 % del volumen total prestado y el 120 % de la inyección neta inicial de liquidez. El volumen de los reembolsos semanales continuó fluctuando, con una liquidación máxima de

21,5 mm de euros el 23 de julio. Algunos factores idiosincrásicos de las entidades de contrapartida explican la mayor parte de estas variaciones semanales, aunque el ritmo medio se mantuvo prácticamente sin cambios en comparación con el período precedente.

Con anterioridad a la decisión de suspender las operaciones de esterilización semanales relacionadas con el programa para los mercados de valores, las pujas recibidas en las ocho últimas operaciones fueron inferiores al importe que se pretendía absorber. Estos episodios reflejaron el aumento de las tensiones en los tipos del mercado monetario a muy corto plazo 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.

### **Exceso de liquidez**

El exceso de liquidez aumentó en 5,5 mm de euros y se situó, en promedio, en 126,8 mm de euros en el período analizado, frente a los 121,3 mm de euros registrados en el período de referencia anterior, invirtiendo así la continuada tendencia a la baja observada desde principios de 2013. Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas se incrementaron en 9,2 mm de euros y se situaron, en promedio, en 101,4 mm de euros, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito disminuyó en 4 mm de euros, hasta situarse en 25,5 mm de euros. El exceso de liquidez cayó al nivel más bajo registrado desde principios de 2012, y se cifró en 116,6 mm de euros en el quinto período de mantenimiento de 2014. Tras las decisiones adoptadas por el BCE en junio de 2014, el exceso de liquidez repuntó en el sexto y séptimo período de mantenimiento, ascendiendo a 130 mm de euros, aproximadamente. El exceso de liquidez osciló de forma bastante significativa en el quinto período de mantenimiento, principalmente como consecuencia de la volatilidad de los factores autónomos y de las fluctuaciones que registraron los importes adjudicados en las OPF y en las operaciones de esterilización relacionadas con los programas para los mercados de valores, lo que contribuyó a intensificar la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. Sin embargo, a partir del sexto período de mantenimiento, en respuesta a las medidas del BCE, el exceso de liquidez se stabilizó y fluctuó dentro de una banda más estrecha de entre 166 mm de euros (30 de junio) y 104 mm de euros (23 de julio), permaneciendo, por tanto, por encima de los 100 mm de euros.

En el quinto período de mantenimiento, las entidades de contrapartida continuaron manteniendo alrededor del 24 % de su exceso de liquidez en la facilidad de depósito y el 76 % restante en forma de exceso de reservas, en consonancia con el patrón medio registrado en el segundo, tercer y cuarto períodos de mantenimiento. En el sexto y séptimo período de mantenimiento, la proporción del exceso de liquidez mantenido en forma de exceso de reservas aumentó hasta el 82 %, aproximadamente. Dado que al exceso de reservas (es decir, los saldos medios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas mínimas) también se le carga el tipo de interés negativo aplicado a la facilidad de depósito tras la decisión anunciada el 5 de junio, a las entidades de contrapartida debería resultarles indiferente dónde colocar el exceso de liquidez. No obstante, en este contexto, algunos aspectos técnicos y operativos pueden hacer que sea algo más conveniente mantener el exceso de reservas que recurrir a la facilidad de depósito, lo que explica su mayor proporción. Al mismo tiempo, algunas entidades de contrapartida pueden seguir prefiriendo la facilidad de depósito por razones operativas o regulatorias. El patrón observado en el cuarto y quinto período de mantenimiento, en los que el uso de la facilidad de depósito aumentó en la última semana, que es cuando más entidades de contrapartida habían cumplido ya las exigencias de reservas, desapareció en gran medida en el sexto y séptimo período de mantenimiento.

## Evolución de los tipos de interés

El eonia se situó, en promedio, en 24 puntos básicos en el quinto período de mantenimiento, antes de la reducción del tipo de interés de las OPF el 5 de junio, frente a los 20,7 puntos básicos de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El eonia fluctuó entre un mínimo de 5,3 puntos básicos el 9 de junio y un máximo de 46,9 puntos básicos el 27 de mayo, reflejando las fluctuaciones del exceso de liquidez. Tras el recorte de los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito, el eonia se estabilizó en 4 puntos básicos, aproximadamente, en el sexto y séptimo período de mantenimiento. La volatilidad fue muy limitada: salvo por los repuntes de final de mes en junio y en julio, el eonia permaneció dentro de una banda relativamente estrecha, fluctuando entre 6 puntos básicos el 11 de junio y 0,9 puntos básicos el 12 de agosto.

### Situación de liquidez del Eurosistema

	14 de mayo a 12 de agosto	12 de febrero a 13 de mayo	Séptimo período de mantenimiento	Sexto período de mantenimiento	Quinto período de mantenimiento	
<b>Pasivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)</b>						
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.558,2</b> <b>(+72,8)</b>	<b>1.485,4</b>	<b>1.560,2</b> <b>(-1,3)</b>	<b>1.561,5</b>	<b>(+9,1)</b>	<b>1.552,4</b> <b>(+26,9)</b>
Billetes en circulación	959,6 <b>(+19,5)</b>	940,1	967,6 <b>(+9,5)</b>	958,1	<b>(+7,1)</b>	951,0 <b>(+3,1)</b>
Depósitos de las AAPP	103,7 <b>(+22,1)</b>	81,6	92,4 <b>(-17,5)</b>	110,0	<b>(-1,6)</b>	111,5 <b>(+23,8)</b>
Otros factores autónomos	494,9 <b>(+31,2)</b>	463,7	500,1 <b>(+7)</b>	493,4	<b>(+3,5)</b>	489,8 <b>(+0)</b>
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>205,9</b> <b>(+10,4)</b>	<b>195,5</b>	<b>210,2</b> <b>(-4)</b>	<b>214,3</b>	<b>(+22)</b>	<b>192,3</b> <b>(+1)</b>
Exigencias de reservas mínimas	104,5 <b>(+1,2)</b>	103,3	105,0 <b>(+0,6)</b>	104,4	<b>(+0,5)</b>	103,9 <b>(+0,7)</b>
Facilidad de depósito	25,5 <b>(-4)</b>	29,5	24,6 <b>(+0,8)</b>	23,9	<b>(-4,4)</b>	28,3 <b>(-1,4)</b>
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	47,1 <b>(-119,5)</b>	166,6	0,0 <b>(-27,2)</b>	27,2	<b>(-98,8)</b>	126,0 <b>(-26,5)</b>
<b>Activo – Oferta de liquidez (medias; mm de euros)</b>						
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.050,2</b> <b>(+49,2)</b>	<b>1.001,0</b>	<b>1.071,5</b> <b>(+25,4)</b>	<b>1.046,2</b>	<b>(+18,7)</b>	<b>1.027,4</b> <b>(+1,9)</b>
Activos exteriores netos	541,9 <b>(+18,9)</b>	523,0	547,6 <b>(+7,6)</b>	540,0	<b>(+3,2)</b>	536,8 <b>(+0,4)</b>
Activos netos denominados en euros	508,2 <b>(+30,3)</b>	478,0	523,9 <b>(+17,8)</b>	506,2	<b>(+15,5)</b>	490,7 <b>(+1,5)</b>
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>739,7</b> <b>(+30,2)</b>	<b>709,5</b>	<b>723,6</b> <b>(-30,2)</b>	<b>753,8</b>	<b>(+7,9)</b>	<b>745,9</b> <b>(+28)</b>
Operaciones de mercado abierto	121,0 <b>(+11)</b>	109,9	106,6 <b>(-5,1)</b>	111,7	<b>(-36,4)</b>	148,1 <b>(+20,1)</b>
OPF						
Operaciones de financiación con plazo especial	13,0 <b>(-2,1)</b>	15,1	0,0 <b>(-10)</b>	10,0	<b>(-22,4)</b>	32,3 <b>(+4,3)</b>
OPFML a tres meses	33,4 <b>(+5,1)</b>	28,3	32,1 <b>(-3)</b>	35,2	<b>(+1,9)</b>	33,3 <b>(+7,6)</b>
OPFML a tres años	410,8 <b>(-85,6)</b>	496,5	382,6 <b>(-32,3)</b>	414,9	<b>(-27,3)</b>	442,2 <b>(-23,7)</b>
OPFML con objetivo específico	0,0 <b>(+0)</b>	0,0	0,0 <b>(+0)</b>	0,0	<b>(+0)</b>	0,0 <b>(+0)</b>
Operaciones de subasta	531,1 <b>(+48)</b>	483,2	521,3 <b>(-23,3)</b>	544,6	<b>(+14,6)</b>	530,0 <b>(+34,7)</b>
Carteras en firme	208,6 <b>(-17,6)</b>	226,3	202,3 <b>(-6,9)</b>	209,2	<b>(-6,7)</b>	215,9 <b>(-6,8)</b>
Programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP)	35,0 <b>(-3,2)</b>	38,2	33,4 <b>(-1,7)</b>	35,1	<b>(-1,9)</b>	37,0 <b>(-0,8)</b>
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP2)	14,1 <b>(-0,5)</b>	14,6	13,9 <b>(-0,2)</b>	14,2	<b>(-0,1)</b>	14,3 <b>(-0,1)</b>
Programa para los mercados de valores	159,5 <b>(-13,9)</b>	173,4	154,9 <b>(-5)</b>	159,9	<b>(-4,7)</b>	164,6 <b>(-5,9)</b>
Facilidad marginal de crédito	0,2 <b>(-0,2)</b>	0,4	0,3 <b>(+0,1)</b>	0,1	<b>(+0,1)</b>	0,1 <b>(-0,1)</b>
<b>Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)</b>						
Necesidades de liquidez agregadas	612,9 <b>(+24,7)</b>	588,1	593,9 <b>(-26,2)</b>	620,1	<b>(-9,2)</b>	629,3 <b>(+28,6)</b>
Factores autónomos	508,3 <b>(+23,5)</b>	484,8	488,9 <b>(-26,8)</b>	515,7	<b>(-9,7)</b>	525,4 <b>(+28,2)</b>
Exceso de liquidez	126,8 <b>(+5,5)</b>	121,3	129,6 <b>(-3,9)</b>	133,5	<b>(+17)</b>	116,6 <b>(-0,7)</b>
Reembolso de OFPML a tres años	85,2 <b>(+2,6)</b>	82,6	35,4 <b>(+3,9)</b>	31,5	<b>(+13,2)</b>	18,3 <b>(-13,7)</b>
<b>Evolución de los tipos de interés (porcentajes)</b>						
OPF	0,18 <b>(-0,07)</b>	0,25	0,15 <b>(+0)</b>	0,15	<b>(-0,1)</b>	0,25 <b>(+0)</b>
Facilidad marginal de crédito	0,52 <b>(-0,23)</b>	0,75	0,40 <b>(+0)</b>	0,40	<b>(-0,35)</b>	0,75 <b>(+0)</b>
Facilidad de depósito	-0,07 <b>(-0,07)</b>	0,00	-0,10 <b>(+0)</b>	-0,10	<b>(-0,1)</b>	0,00 <b>(+0)</b>
Eonia medio	0,108 <b>(-0,099)</b>	0,207	0,043 <b>(+0,003)</b>	0,040	<b>(-0,2)</b>	0,240 <b>(+0)</b>

Fuente: BCE.

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

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de mayo y principios de septiembre de 2014, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro y de Estados Unidos experimentaron un descenso. La reducción generalizada de los rendimientos de estos instrumentos en los mercados internacionales pareció deberse a la intensificación de la incertidumbre geopolítica durante el período analizado, pese a la publicación de datos económicos ligeramente divergentes para las dos áreas económicas. Además, en el caso de la zona del euro, la caída del rendimiento de la deuda pública reflejó el impacto de las medidas de política económica anunciadas en junio y los datos levemente dispares publicados, observándose un aumento del ritmo de descenso en la última parte de período considerado. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro disminuyeron en un entorno caracterizado por una incertidumbre reducida en los mercados de renta fija. Los indicadores financieros de las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro retrocedieron durante el período de referencia, aunque siguieron siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

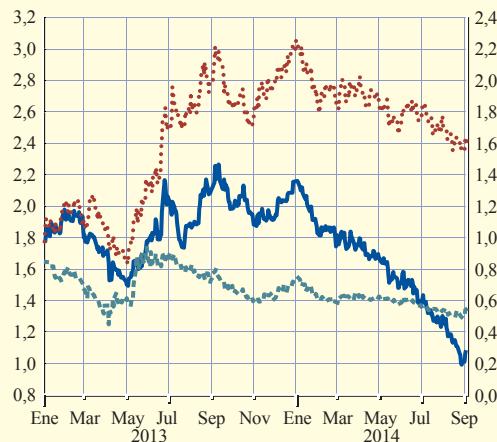
Entre finales de mayo y el 3 de septiembre de 2014, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro retrocedió unos 45 puntos básicos, hasta el 1,1% (véase gráfico 21). Durante el mismo período, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos experimentó un descenso bastante menos acusado, de unos 10 puntos básicos, hasta el 2,4%, mientras que en Japón también se redujo ligeramente, alrededor de 5 puntos básicos, hasta el 0,5%. En la zona del euro, la curva de tipos en su conjunto se desplazó a la baja, y los rendimientos de la deuda pública a dos y cinco años con calificación AAA disminuyeron 10 y 25 puntos básicos, respectivamente. En 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 30 puntos básicos en el período considerado.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo siguió registrando una ligera volatilidad a ambos lados del Atlántico durante el período analizado, reflejando la creciente preocupación acerca de los riesgos geopolíticos asociados a las crisis políticas en Ucrania y en Iraq. En la primera parte del período de referencia, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro con calificación AAA de la zona del euro básicamente no experimentó variaciones y se mantuvo en niveles similares a las medias observadas en la primavera. No obstante, a partir de finales de junio, el rendimiento de la deuda pública de la zona descendió, principalmente como consecuencia de la intensificación de la incertidumbre geopolítica y de la publicación de datos económicos levemente decepcionantes, especialmente los débiles datos de inflación, del deterioro de la confianza económica y de la ralentización de la actividad en algunos países de la zona y en la zona del euro en su conjunto en el segundo trimestre del año.

**Gráfico 21 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(porcentajes; datos diarios)

— Zona del euro (escala izquierda)  
··· Estados Unidos (escala izquierda)  
— Japón (escala derecha)



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.

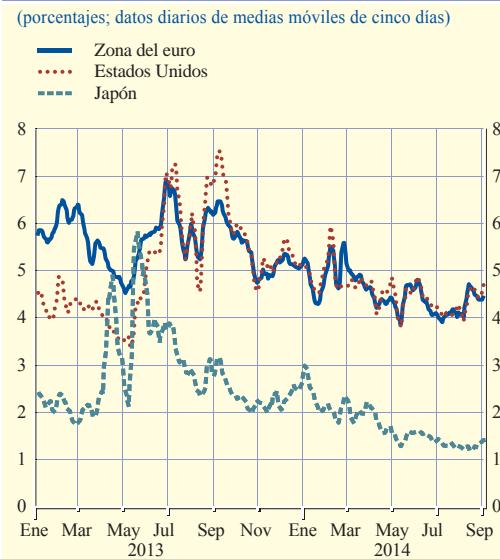
En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo también se redujo, aunque de forma menos acusada que en la zona del euro. Parece que la estabilidad de la inflación, pese a la publicación de datos sólidos sobre empleo y crecimiento, ha contribuido a estabilizar las expectativas de los mercados sobre la reducción del ritmo de compras de bonos por parte de la Reserva Federal, moderando así las presiones al alza sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos. De hecho, el anuncio del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal del 30 de julio de reducir a 10 mm de dólares las compras de bonos de titulización hipotecaria de agencias y a 15 mm de dólares al mes las de valores del Tesoro no provocó una variación significativa del rendimiento de la deuda pública estadounidense.

La incertidumbre de los inversores sobre la evolución a corto plazo del mercado de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre bonos a corto plazo, experimentó algunas fluctuaciones durante el período analizado, descendiendo durante la mayor parte del mismo antes de aumentar de nuevo en agosto (véase gráfico 22). Con todo, en conjunto, a principios de septiembre, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija se situó en torno al 4,6% en Estados Unidos y en la zona del euro, por debajo de los niveles registrados a finales de mayo.

En consonancia con los niveles relativamente reducidos de volatilidad implícita de los mercados de renta fija, las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro se mantuvieron, en general, contenidas. Algunos episodios transitorios de mayor volatilidad fueron consecuencia, principalmente, de la evolución de factores geopolíticos y, en algunos casos, de la evolución de países concretos. Desde finales de junio, el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro cayó en todos los mercados de deuda soberana de la zona y, a comienzos de septiembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de los países de la zona se situaba entre 35 y 80 puntos básicos por debajo de los niveles observados a finales de mayo. Durante el mismo período, los diferenciales de rendimiento de la deuda a largo plazo frente al tipo *swap* del eonia también se redujeron entre 5 y 35 puntos básicos en la mayoría de los países. El estrechamiento de los diferenciales es acorde con el continuado interés de los inversores internacionales, como quedó reflejado en el éxito de las emisiones de deuda pública en varios países que anteriormente se habían visto notablemente afectados por la crisis, así como en las noticias positivas sobre su calificación crediticia.

El rendimiento real de los bonos de la zona del euro, medido por el rendimiento de la deuda pública indexada a la inflación, disminuyó durante gran parte del período considerado, en consonancia con los rendimientos nominales<sup>1</sup>. No obstante, a partir de principios de agosto, el rendimiento real de los bonos registró un repunte transitorio (véase gráfico 23), siendo mayor el incremento en los rendimientos a más

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



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.

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.

corto plazo. En conjunto, entre finales de mayo y principios de septiembre, los rendimientos reales de los bonos a cinco años cayeron 10 puntos básicos y se situaron en torno al -0,7%, mientras que los correspondientes a los bonos a diez años se redujeron unos 30 puntos básicos, hasta situarse alrededor del -0,3%. Habida cuenta de los cambios observados 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 50 puntos básicos, situándose ligeramente por encima del 0,1% al final del período analizado.

Los indicadores de los mercados financieros de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro retrocedieron a partir de finales de mayo. La tasa de inflación a diez años implícita en los bonos indexados a la inflación descendió unos 15 puntos básicos, hasta situarse en el 1,5%, y la tasa de inflación implícita a cinco años se redujo unos 10 puntos básicos, situándose en torno al 1%. En consecuencia, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años también se redujo unos 10 puntos básicos entre finales de mayo y el 3 de septiembre, hasta situarse en el 2% (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 considerablemente en el período analizado, en concreto unos 10 puntos básicos, y se situaron en el 2,1% a principios de septiembre. En conjunto, pese a los retrocesos de estos indicadores de las expectativas de inflación basados en bonos y *swaps*, especialmente en la última parte del período examinado, se mantuvieron en niveles en torno al 2%.

La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro se desplazó a la baja entre 7 y 65 puntos básicos en todos los plazos de vencimiento entre finales de mayo y el 3 de septiembre (véase gráfico 25).

**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



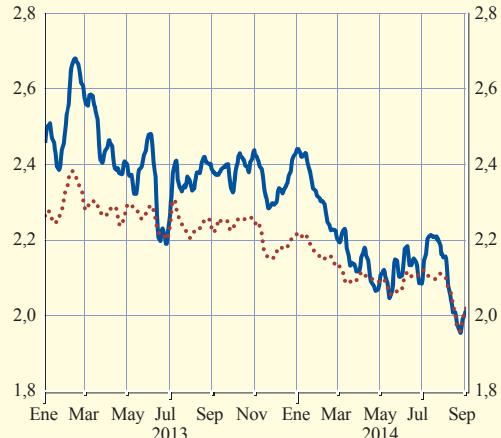
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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.

Los tipos de interés a corto plazo cayeron hasta situarse en niveles próximos a cero, en consonancia con los mínimos históricos registrados por los tipos de interés oficiales tras las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno en junio de 2014. Sin embargo, estos descensos fueron más acusados para los plazos más largos, y en el caso de los tipos a diez años cayeron hasta situarse en torno al 2,6%.

El rendimiento de los bonos con calificación de grado de inversión emitidos por las empresas de la zona del euro disminuyó en el período analizado, en consonancia con el descenso observado 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 25 y 45 puntos básicos en todas las calificaciones crediticias, correspondiendo los descensos más acusados a las calificaciones más elevadas. Los diferenciales de rendimiento de los bonos de las sociedades no financieras con estas calificaciones (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA) se estrecharon, en general, entre 10 y 20 puntos básicos para los emisores con calificación AAA y AA, y básicamente no se modificaron para los emisores de las demás categorías de calificación. En cambio, los diferenciales de rendimiento de los valores emitidos por instituciones financieras no variaron o se incrementaron ligeramente en todas las categorías, reflejo en gran parte de la publicación de datos negativos de empresas concretas del sector financiero. Con todo, en conjunto, los diferenciales de los valores de renta fija privada se mantuvieron reducidos en comparación con los máximos relativos registrados a comienzos de 2013 para la mayoría de las calificaciones.

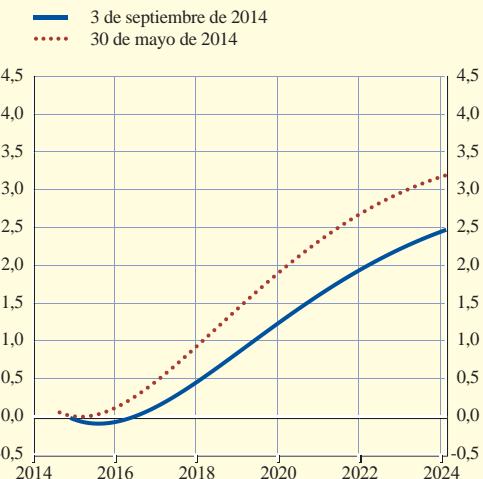
## 2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*Entre finales de mayo y principios de septiembre de 2014, las cotizaciones bursátiles experimentaron cierta volatilidad, influidas por la evolución de las tensiones geopolíticas y por la publicación de datos ligeramente dispares en las distintas áreas económicas consideradas. Las cotizaciones de la zona del euro se redujeron, en general, durante el período analizado, pese a que a finales de julio se inició una recuperación en un contexto de sólidas expectativas de beneficios. En cambio, el repunte de las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos, que se produjo en las últimas semanas del período considerado, permitió que se registraran ganancias significativas, respaldadas por las expectativas de una reducción gradual de las compras de activos por parte de la Reserva Federal y por datos positivos sobre empleo y crecimiento.*

Durante el período analizado, los precios de las acciones registraron fluctuaciones significativas a ambos lados del Atlántico. No obstante, la intensidad de los movimientos al alza y a la baja fue distinta en cada área, y las variaciones observadas en el período mostraron considerables divergencias (véase

**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.

gráfico 26). En la zona del euro, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio retrocedió en torno al 2% entre finales de mayo y el 3 de septiembre. En cambio, en Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 registró un avance de alrededor del 4%. Las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, también experimentaron un alza del 7%, aproximadamente, durante el mismo período.

Durante el período considerado, la evolución de los mercados bursátiles de la zona del euro se caracterizó por dos fases muy diferentes. Las cotizaciones de la zona registraron una prolongada tendencia a la baja desde principios de junio, en un contexto de publicación de datos económicos dispares y de crecientes tensiones geopolíticas en Ucrania y en Iraq. La intensificación de las tensiones y los datos más débiles de lo esperado sobre la inflación dieron a conocer a comienzos de julio contribuyeron a la aceleración de la caída de los precios de las acciones en julio y principios de agosto. Posteriormente, cuando las tensiones geopolíticas se relajaron ligeramente y pese a la publicación de datos decepcionantes, especialmente las cifras sobre crecimiento en algunos países y en la zona del euro en su conjunto para el segundo trimestre de 2014, las cotizaciones bursátiles de la zona experimentaron un pronunciado repunte. Con todo, en conjunto, para el 3 de septiembre, la recuperación de las cotizaciones solo había podido compensar parcialmente las pérdidas registradas en la parte anterior del período analizado.

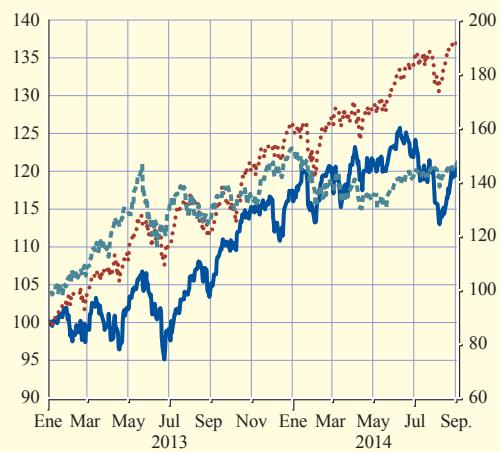
En consonancia con el retroceso del índice general, las cotizaciones bursátiles de la mayoría de los sectores económicos de la zona del euro registraron caídas (véase cuadro 6), correspondiendo los descensos más acusados a los sectores industrial y de telecomunicaciones. En cambio, los sectores de sanidad (+7,4%), tecnológico y de agua, gas y electricidad fueron los únicos que evitaron pérdidas en el período en su conjunto. Las cotizaciones del sector financiero, y más concretamente las del sector bancario, parecieron resistir bien las noticias negativas publicadas sobre la solvencia de entidades concretas durante el período considerado y continuaron beneficiándose de la evaluación de los balances bancarios asociada a la puesta en marcha de la unión bancaria europea. Las cotizaciones de este sector se situaron en torno al -1%, una evolución acorde con la del índice general.

En la primera parte del período analizado, las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos parecieron resistir la creciente incertidumbre geopolítica mejor que las de la zona del euro y, aunque registraron cierta volatilidad, básicamente no experimentaron variaciones entre finales de mayo y principios de julio. No obstante, la intensificación de la mencionada incertidumbre a partir de comienzos de julio provocó algunos retrocesos de las cotizaciones hasta principios de agosto. La recuperación observada en agosto y a comienzos de septiembre, respaldada por las expectativas de reducción gradual de las compras de activos por parte de la Reserva Federal, así como por el vigoroso crecimiento y las cifras sobre el mercado de trabajo en Estados Unidos, fue suficientemente fuerte como para contrarrestar

**Gráfico 26 Índices bursátiles**

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

— Zona del euro  
.... Estados Unidos  
--- Japón (escala derecha)



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.

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

(porcentajes de los precios a fin de período)

	<b>EURO STOXX</b>	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
<b>Participación del sector en la capitalización bursátil</b>											
(datos a fin de período)	100,0	9,9	6,7	16,3	6,7	24,0	5,6	15,0	5,3	4,5	6,3
<b>Variación de los precios (datos a fin de período)</b>											
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	11,3	6,8	9,6	8,9	12,0	16,7	-3,7	14,5	13,3	19,1	11,1
IV 2013	-10,2	-6,4	-8,8	-8,1	-10,7	-14,3	3,9	-12,7	-11,7	-16,0	-10,0
I 2014	2,9	-1,2	2,1	1,9	5,1	5,0	-1,4	1,9	-0,8	3,0	13,4
II 2014	0,9	3,6	-2,0	2,6	9,1	-3,6	2,8	-0,9	-1,5	6,7	4,6
Jul 2014	-2,7	-1,0	-5,5	-2,7	0,4	-5,5	3,7	-6,1	0,6	2,3	2,4
Ago 2014	-1,6	-1,9	-1,4	-2,8	-2,9	-3,3	7,2	-4,6	6,0	-2,5	4,2
30 may. 2014-3 sep. 2014	-2,9	-4,4	-2,8	-4,9	-3,0	-2,9	6,6	-5,6	3,6	-5,1	0,1

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

las pérdidas anteriores y permitió que las cotizaciones experimentaran avances significativos en el período analizado en su conjunto. En términos de evolución relativa por sectores, los precios de las acciones en el mercado estadounidense mostraron un patrón similar a los de la zona del euro. En concreto, los resultados de los sectores de sanidad y tecnológico superaron el índice general, mientras que las cotizaciones del sector de telecomunicaciones fueron las que registraron peores resultados.

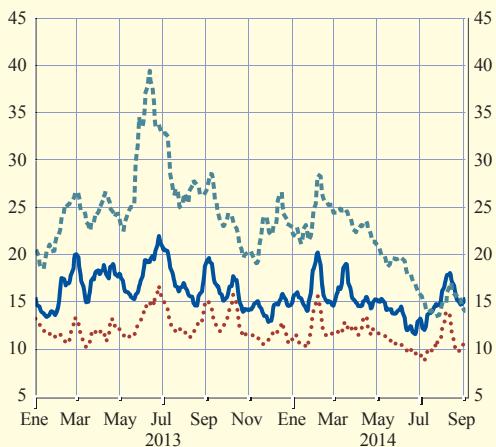
Las cotizaciones bursátiles de Japón registraron los mayores avances de las tres áreas económicas, con una subida de alrededor del 7%. Pese a los datos negativos sobre crecimiento correspondientes al segundo trimestre de 2014, parece que la desaceleración de la actividad económica japonesa se percibió como un episodio muy breve que, junto con las expectativas de los mercados de que el banco central podría prolongar la política de relajación monetaria, respaldó las cotizaciones.

Aunque la incertidumbre de los mercados bursátiles internacionales, medida por la volatilidad implícita, prácticamente no se modificó en el período analizado en su conjunto, mostró algunas fluctuaciones importantes en el verano de 2014 (véase gráfico 27). En concreto, después de permanecer

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

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

- Zona del euro
- Estados Unidos
- - - Japón



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.

básicamente estable durante la mayor parte de junio, la volatilidad implícita aumentó gradualmente en la zona del euro y en Estados Unidos en julio, a medida que se incrementaron las tensiones geopolíticas, volviendo a disminuir hacia el final del período considerado. En cambio, en el mercado de renta variable de Japón, la incertidumbre se incrementó un poco más tarde ese mismo mes, lo que puede ayudar a explicar su mejor evolución en comparación con las otras dos áreas económicas.

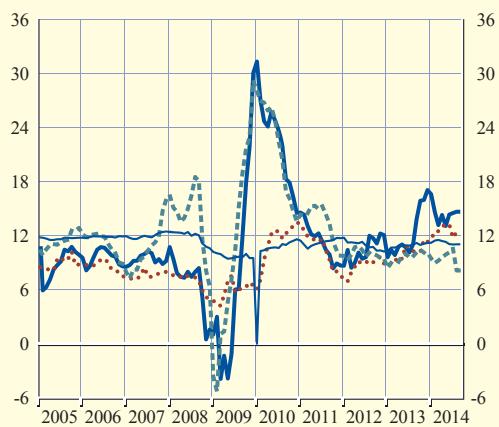
Con todo, en conjunto, la volatilidad implícita se situaba en torno al 15% y el 10% en la zona del euro y en Estados Unidos, respectivamente, el 3 de septiembre, permaneciendo en niveles relativamente reducidos.

Los datos sobre beneficios de las empresas de los sectores financiero y no financiero de la zona del euro que integran el índice Dow Jones EURO STOXX muestran que la magnitud de la caída de los beneficios reales, calculados para los doce meses anteriores, se redujo a la mitad entre mayo y agosto de 2014, desde alrededor del -6% hasta aproximadamente el -3%. En agosto, los participantes en el mercado esperaban que el beneficio por acción se incremente un 11% en los próximos doce meses, mientras que el crecimiento a largo plazo (cinco años) del beneficio por acción se sitúe en torno al 13% anual (véase gráfico 28).

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

(porcentajes; datos mensuales)

Zona del euro, a corto plazo<sup>1)</sup>  
 Zona del euro, a largo plazo<sup>2)</sup>  
 Estados Unidos, a corto plazo<sup>1)</sup>  
 Estados Unidos, a largo plazo<sup>2)</sup>



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).

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

*En el período comprendido entre abril y julio de 2014, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo ligeramente como consecuencia de un descenso en el coste real tanto de los valores de renta fija como de los préstamos bancarios, que compensó con creces un incremento del coste real de las acciones. Al mismo tiempo, en el segundo trimestre de 2014 los criterios de aprobación del crédito a las sociedades no financieras se relajaron, en términos netos, por primera vez desde el segundo trimestre de 2007. Se estima que el flujo total de financiación externa hacia este sector ha registrado una recuperación en los últimos meses, pese a que sigue siendo débil. Esta mejora refleja a la vez una disminución de las amortizaciones netas de préstamos de las IFM a las sociedades no financieras y un aumento de la emisión neta de valores por parte de las empresas.*

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Entre abril y julio 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 los respectivos saldos vivos, corregido de efectos de valoración, se redujo ligeramente (-4 puntos básicos) y se situó en el 3,5% en julio de 2014 (véase gráfico 29). La evolución del índice general reflejó un incremento

de 14 puntos básicos en el coste real de las acciones y una caída de 27 puntos básicos en el coste real de los valores de renta fija. En ese mismo período, el tipo de interés real de los préstamos bancarios, tanto a corto como a largo plazo, concedidos a las sociedades no financieras se redujo 14 y 19 puntos básicos, respectivamente. Los datos disponibles para agosto de 2014 sugieren que el coste real de las acciones experimentó un incremento adicional, mientras que el coste real de los valores de renta fija disminuyó y registró un nuevo mínimo histórico desde enero de 1999.

Examinando con más detalle los componentes de la financiación externa, se observa que en el período comprendido entre abril y julio de 2014, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras se redujeron visiblemente en el caso de los préstamos hasta un millón de euros. La caída de los tipos de interés fue ligeramente más pronunciada en el caso de los préstamos a largo plazo (es decir, con un período de fijación del tipo inicial de más de cinco años), que descendieron 22 puntos básicos entre abril y julio de 2014. Al mismo tiempo, 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 descendieron 26 puntos básicos, mientras que los correspondientes a los préstamos de esta cuantía con períodos más largos de fijación del tipo cayeron 6 puntos básicos (véase cuadro 7). Durante el período de referencia, 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 6 puntos básicos en el caso de los préstamos con períodos más cortos de fijación del tipo inicial y se redujo 16 puntos básicos en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años.

Entre abril y julio de 2014, el descenso de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro ejerció presiones al alza sobre el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y los tipos de 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 184 puntos básicos en abril a 211 puntos básicos julio. El diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo de hasta un millón de euros y los tipos de mercado también se incrementó durante este período (+11 puntos básicos). Sin embargo, debido a un menor descenso de los tipos de interés de mercado, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo y el euríbor a tres meses se redujo entre abril y julio de 2014. Más concretamente, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo de más de un millón de euros y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se redujo 13 puntos básicos, mientras que, en el caso de los préstamos hasta un millón de euros, la caída del diferencial fue de 6 puntos básicos.

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

(porcentajes; datos mensuales)

- Coste total de la financiación
- ..... Tipos de interés reales aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo
- Tipos de interés reales aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo
- Coste real de los valores de renta fija
- ..... Coste real de las acciones cotizadas



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 julio de 2014 <sup>1)</sup>		
	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014	Jun 2014	Jul 2014	Abr 2013	Abr 2014	Jun 2014
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM</b>									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	3,89	3,26	3,79	3,78	3,71	3,60	-31	-21	-11
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,73	3,76	3,79	3,79	3,59	3,60	-25	-19	1
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,29	3,26	3,27	3,29	3,11	3,05	-37	-22	-6
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	2,17	2,15	2,29	2,26	2,09	1,99	-21	-26	-10
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	2,93	3,06	2,96	2,98	2,71	2,91	-7	-6	20
<b>Pro memoria</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,22	0,23	0,29	0,31	0,21	0,21	0	-13	0
Rendimiento de la deuda pública a dos años	0,30	0,22	0,25	0,17	0,02	0,01	-3	-15	-1
Rendimiento de la deuda pública a siete años	1,51	1,42	1,58	1,21	0,87	0,80	-15	-33	-7

Fuente: BCE.

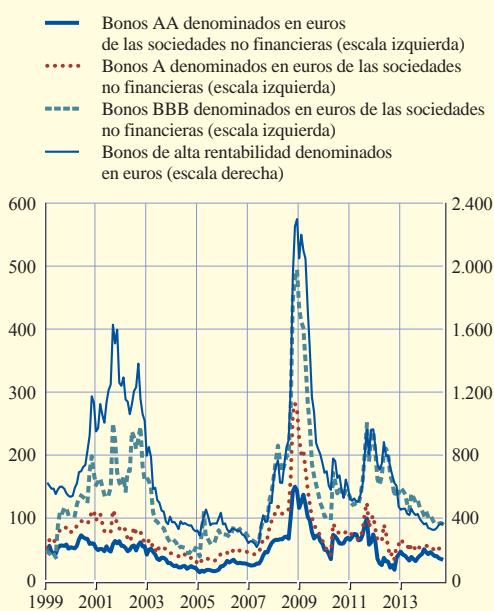
Nota: Los rendimientos de la deuda pública se refieren a los rendimientos de los bonos de la zona del euro basados en los datos del BCE sobre los bonos con calificación AAA (basados en calificaciones crediticias de Fitch), que actualmente incluyen bonos de Alemania, Austria, Finlandia, Francia y Países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

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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 julio de 2014 correspondiente al segundo trimestre de 2014 mostró que los criterios de concesión de préstamos a las sociedades no financieras se relajaron en términos netos por primera vez desde el segundo trimestre de 2007 (un -3 % de las entidades de crédito indicaron que dichos criterios se habían endurecido en comparación con el 1 % del trimestre anterior). En promedio, tanto las mejoras en el coste de la financiación para las entidades de crédito y la disposición de fondos como las percepciones de riesgo de los bancos contribuyeron a una ligera relajación neta de los criterios de concesión de crédito. La percepción de menor riesgo de crédito de los prestatarios se debió, principalmente, a una mejora en las expectativas de las entidades de crédito respecto a las perspectivas macroeconómicas y de la situación específica de las empresas. Para el tercer trimestre de 2014, las entidades de crédito esperan que continúe la relajación neta de los criterios de aprobación de préstamos a las empresas. Para más información, véase el recuadro

**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.

titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2014» en el Boletín Mensual del BCE de agosto de 2014.

En cuanto a las condiciones de financiación en los mercados, en el período comprendido entre abril y julio de 2014, la evolución del coste de los valores de renta fija de las sociedades no financieras varió entre las distintas categorías de calificación de la renta fija privada. Los diferenciales entre la renta fija con calificaciones más altas, como los bonos con calificación AA y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA, se redujeron ligeramente, mientras que, en el caso de los bonos con calificación más baja («de alta rentabilidad»), los diferenciales aumentaron 33 puntos básicos (véase gráfico 30). Los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación intermedia, como los bonos con calificación A, no experimentaron variación durante este período. Los datos más recientes sobre la financiación de mercado indican que los diferenciales de los valores de renta fija con calificación más baja siguieron aumentando en agosto de 2014.

### FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de variación interanual de los beneficios por acción de las sociedades cotizadas de la zona del euro fue menos negativa en julio de 2014 que en marzo. Concretamente, la tasa correspondiente a las empresas cotizadas pasó del -9,7% registrado en abril de 2014 al -2,2% de agosto (véase gráfico 31). De cara al futuro, basándose en los indicadores de proveedores de mercado, los participantes en el mercado esperan que los beneficios por acción se sitúen de nuevo en niveles positivos en el cuarto trimestre de este año.

Se estima que el flujo global de financiación externa a las sociedades no financieras se ha recuperado en los últimos meses, tras un período de estabilización que siguió al cuarto trimestre de 2013, cuando el flujo se situó en mínimos históricos. Esta mejora refleja tanto el descenso de las amortizaciones netas de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras como un incremento de la

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

— Reales  
.... Esperados

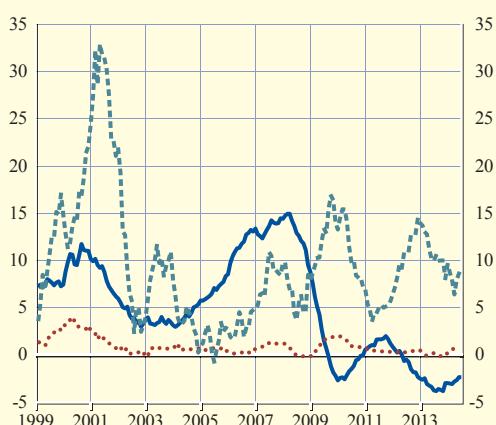


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

(tasas de variación interanual)

— Préstamos de las IFM  
.... Acciones cotizadas  
--- Valores distintos de acciones



Fuente: BCE.

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

emisión neta de valores por parte de las empresas (véase gráfico 32). No obstante, el nivel de financiación externa de las sociedades no financieras sigue siendo débil, como reflejo de la fragilidad de la economía, las continuas necesidades de desapalancamiento de las empresas en varios países, los máximos alcanzados en la tenencia de efectivo y la persistencia de algunas restricciones de oferta de financiación, sobre todo en el caso de las pequeñas y medianas empresas (pymes).

Ajustada de ventas de préstamos y titulizaciones, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras se situó en el -2,2% a finales del segundo trimestre de 2014, frente al -3,1% del trimestre anterior. En julio de 2014, esta tasa se mantuvo sin cambios en el -2,2%. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos aumentó hasta el 8,6% en el segundo trimestre de 2014, desde el 7,9% registrado en el trimestre precedente., mientras que la tasa de crecimiento de las acciones cotizadas permaneció inalterada en niveles moderados (véase cuadro 8). La sólida emisión neta en curso de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se ha visto favorecida por el considerable apetito de los inversores por el riesgo y el consiguiente bajo rendimiento de los valores de renta fija privada. En general, esta emisión continua compensando la amortización neta de los préstamos concedidos por las entidades de crédito a las empresas. Sin embargo, en términos absolutos, la emisión de valores distintos de acciones sigue concentrada en algunos países, estando limitado el acceso a los mercados de deuda, en la mayoría de los casos, a las grandes empresas con elevada calificación crediticia. Habitualmente, las pymes son demasiado pequeñas para absorber los costes fijos asociados con la emisión de deuda en el mercado financiero. Como resultado, son mucho más dependientes de la financiación bancaria que las grandes empresas y, por lo tanto, se ven afectadas de manera desproporcionada por la actual contracción del crédito bancario.

En el segundo 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 entre uno y cinco años. Si se compara con el trimestre precedente, el ritmo de contracción se moderó en el caso de los préstamos a

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

	Tasas de crecimiento interanual				
	2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I	2014 II
<b>Préstamos de IFM</b>	-3,4	-3,6	-3,0	-3,1	-2,3
Hasta un año	-2,1	-3,1	-4,0	-4,9	-2,8
De uno a cinco años	-6,2	-5,6	-5,7	-5,1	-3,3
Más de cinco años	-3,0	-3,2	-1,7	-1,6	-1,8
<b>Valores distintos de acciones</b>	10,2	10,0	8,1	7,9	8,6
A corto plazo	-8,9	0,8	-9,2	-9,0	-11,1
A largo plazo, <i>de los cuales</i> <sup>1)</sup>	12,4	10,9	9,7	9,6	10,5
A tipo fijo	13,5	11,0	9,4	9,0	10,3
A tipo variable	4,9	11,0	12,2	14,0	12,0
<b>Acciones cotizadas</b>	0,2	0,1	0,2	0,6	0,6
<b>Pro memoria<sup>2)</sup></b>					
Total financiación	1,0	0,7	0,7	0,8	-
Préstamos a sociedades no financieras	0,2	-0,7	-1,5	-1,0	-
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.

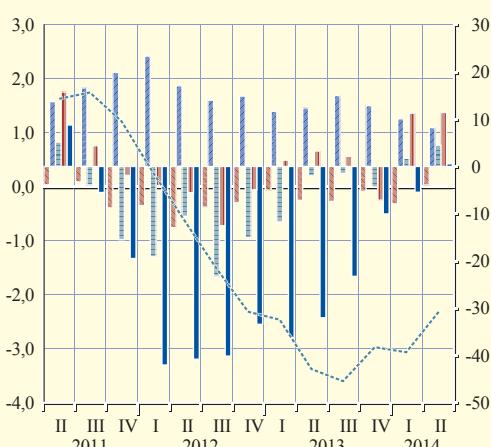
corto plazo, es decir, con período de fijación del tipo inicial hasta un año, mientras que aumentó ligeramente en los préstamos con período de fijación del tipo inicial de entre uno y cinco años. Desde 2007 la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras se ha inclinado hacia instrumentos a más largo plazo. Esta evolución continuó en junio de 2014, cuando el porcentaje de instrumentos representativos de deuda a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras se elevó al 93% (desde el 84% en 2007).

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio 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) siguió recuperándose en el segundo trimestre de 2014 (4%, frente al 2% del trimestre anterior). Las necesidades de financiación relacionadas con la reestructuración de la deuda, así como con las existencias y el capital circulante fueron el factor que contribuyó más positivamente a la demanda de préstamos por parte de las empresas en ese trimestre. Por primera vez desde el segundo trimestre de 2011, la contribución de la inversión en capital fijo al aumento neto de la demanda, registrado durante el segundo trimestre de 2014, fue ligeramente positiva (véase gráfico 33). Las entidades de crédito de la zona del euro esperan un nuevo incremento neto de la demanda de préstamos a empresas en el tercer trimestre de 2014.

**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)



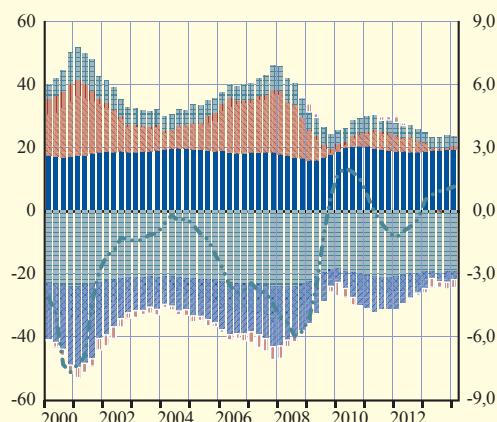
Fuente: BCE.

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.

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— se incrementó marginalmente hasta el 1,1% en el segundo trimestre de 2014, desde el 1% del trimestre precedente (véase gráfico 34), como consecuencia del ligero aumento del ahorro bruto y de las transferencias de capital netas, así como del leve descenso de la formación bruta de capital.

Por lo que se refiere al lado del activo, en el primer trimestre de 2014, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras se redujo hasta el 1%, desde el 1,4% registrado en el trimestre anterior. Esta reducción se debió a un descenso de la tasa de crecimiento interanual de las acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en los fondos de inversión) y de las participaciones en fondos de inversión, hasta el 0,6% y el -6,2% respectivamente (frente al 1,2% y al -3,3% en el trimestre precedente). La tasa de crecimiento del efectivo y los depósitos y de otros activos financieros, que incluyen préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, también se contrajo. En el primer trimestre de 2014, la inversión en valores distintos de acciones (excluidos los derivados financieros) y las reservas técnicas de seguro fueron las dos únicas variables que contribuyeron positivamente a la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras. El avance fue particularmente pronunciado en el caso de los valores distintos de acciones, cuya tasa de crecimiento interanual aumentó hasta el -3,4%, desde el -12,3% del trimestre anterior. Dado que los valores distintos de acciones y las reservas técnicas de seguro solo representan un 3% del saldo vivo total de activos financieros de las sociedades no financieras, esta positiva evolución se vio contrarrestada con creces por las caídas de las tasas de crecimiento interanual de todas las demás partidas de balance registradas en ese trimestre.

### 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 primer trimestre de 2014. La ratio de deuda en relación con el PIB siguió disminuyendo, desde el 79,1% en el cuarto trimestre de 2013 hasta el 78,8% en el primer trimestre de 2014. El ritmo de ajuste de los balances de las sociedades no financieras desde los máximos registrados en el punto álgido de la crisis financiera continuó siendo bastante lento, debido en parte a la persistente debilidad de la recuperación económica. En el mismo período, la ratio de deuda sobre activos totales se redujo marginalmente, desde el 25,4% hasta el 25,3% (véase gráfico 35). La sostenibilidad de la deuda de las sociedades no financieras siguió mejorando en el primer trimestre de 2014. La carga bruta por intereses en relación con el excedente bruto de explotación retrocedió hasta situarse en el 11,3%, frente al 11,6% del cuarto trimestre de 2013. En términos netos, la carga por intereses de las sociedades no financieras se contrajo hasta el 4,5% en el primer trimestre de 2014, lo

**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.

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

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

*En el segundo trimestre de 2014, las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro estuvieron determinadas por la reducción de los tipos de interés de los préstamos bancarios, en un contexto de persistencia de una heterogeneidad significativa entre los distintos países e instrumentos. La continua moderación de la evolución del endeudamiento de los hogares es el 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 y de tributación, la debilidad de los mercados de la vivienda, la necesidad de corregir excesos del pasado en términos de acumulación de deuda y la incertidumbre existente en torno a las perspectivas económicas. Las estimaciones correspondientes al segundo trimestre de 2014 sugieren que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares retornó a valores positivos en ese trimestre, mientras que se estima que la deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible aumentó ligeramente en el segundo trimestre.*

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

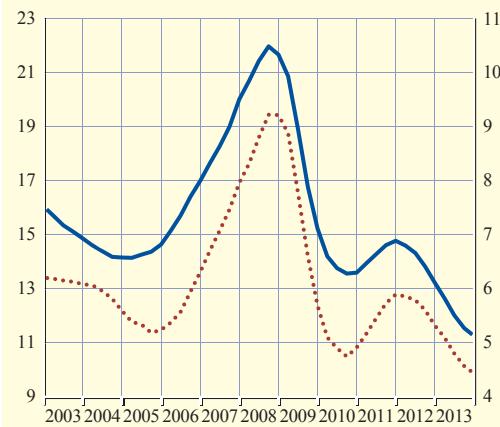
Los costes de financiación de los hogares de la zona del euro descendieron en el segundo trimestre de 2014 y continuaron presentando divergencias en función de la categoría, del plazo del vencimiento y del país de origen del préstamo. Si se consideran los componentes individuales, los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda disminuyeron con respecto a los niveles registrados en el primer trimestre (véase gráfico 37). Por lo que respecta al desglose de los costes de financiación de los préstamos hipotecarios según su plazo de vencimiento, los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto y a medio plazo (es decir, préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial y préstamos con periodo de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco años) experimentaron una caída de 9 puntos básicos. Los tipos de interés de los préstamos a largo plazo (esto es, 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 13 y 11 puntos básicos, respectivamente, con respecto a los niveles del primer trimestre (véase gráfico 37). En julio de 2014 se observaron nuevos descensos en todos los plazos de vencimiento, registrándose una reducción particularmente pronunciada en el caso de los tipos de los préstamos a largo plazo, que retrocedieron 10 puntos básicos en comparación con el mes anterior.

En cuanto a los nuevos préstamos para consumo, los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto plazo (es decir, aquellos con un periodo de fijación del tipo inicial de hasta un año), a los préstamos a medio plazo (esto es, préstamos con periodo de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco

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

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

— Carga bruta por intereses (escala izquierda)  
···· Carga neta por intereses (escala derecha)



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.

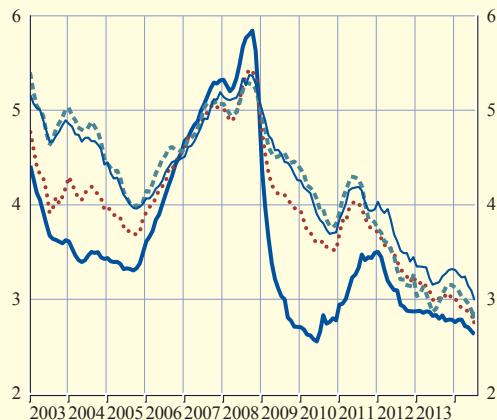
años) y a los préstamos a largo plazo (es decir, aquellos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años) se redujeron en el segundo trimestre. El descenso más pronunciado (una caída de 22 puntos básicos con respecto al trimestre anterior) se observó en el segmento a corto plazo del mercado.

Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2014, las entidades de crédito de la zona participantes en la encuesta indicaron que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda otorgados a los hogares se habían relajado, en términos netos, en el segundo trimestre (el -4 %, porcentaje prácticamente similar al del trimestre anterior). Todos los factores subyacentes contribuyeron a la relajación neta de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda. La encuesta sugiere que los criterios aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos también se relajaron, en términos netos, en el segundo trimestre (el -2 %, porcentaje básicamente similar al del trimestre precedente). La relajación neta de los criterios señalada para este segmento del mercado de crédito puede atribuirse a la disminución de la percepción de riesgos y de los costes de financiación de las entidades de crédito, así como a las menores restricciones en la disponibilidad de fondos. La competencia también siguió contribuyendo a la relajación neta de los criterios en este segmento del mercado. Para más detalles, véase el recuadro titulado «The results of the euro area bank lending survey for the second quarter of 2014», en el Boletín Mensual de agosto de 2014.

**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)

- Tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- Más de un año y hasta cinco años de fijación del tipo inicial
- - - Más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial
- Más de diez años de fijación del tipo inicial

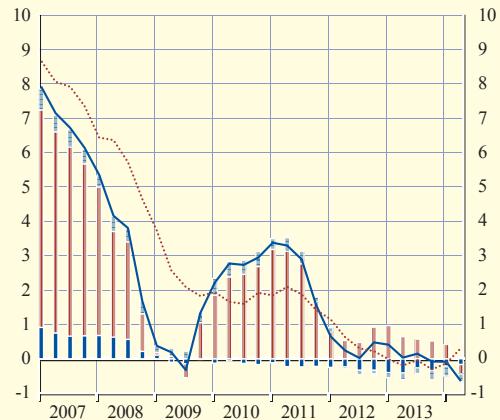


Fuente: BCE.

**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 segundo 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. Los datos sobre préstamos de las IFM no están ajustados de ventas o titulizaciones. Los datos del último trimestre que figuran en el gráfico se han estimado en parte.

## FLUJOS DE FINANCIACIÓN

Tras registrar un mínimo histórico en el trimestre anterior, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares fue algo menos negativa en el primer trimestre de 2014 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro) y se situó en el  $-0,1\%$ , desde el  $-0,3\%$  del trimestre precedente. El ligero aumento de la citada tasa en ese trimestre se debió a una contribución menos negativa de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el  $-0,4\%$ , frente al  $-1,6\%$  del trimestre anterior. Estos préstamos suelen reflejar las ventas y titulizaciones de préstamos, 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). En cambio, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos otorgados por las IFM se mantuvo básicamente sin variación en el  $-0,1\%$ . Las estimaciones para el segundo trimestre de 2014 sugieren que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares retornó a terreno positivo en ese trimestre (véase gráfico 38). Este fortalecimiento de la evolución de los préstamos obedece fundamentalmente al aumento de la actividad de originación de préstamos a este sector por parte de las IFM en el primer semestre de 2014, en comparación con los niveles observados en 2013.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) experimentó un aumento marginal y se situó en el  $0,5\%$  en el segundo trimestre, desde el  $0,4\%$  del primer trimestre, continuando así la moderada tendencia al alza observada desde principios de año. Posteriormente, en julio, se mantuvo sin variación, en el  $0,5\%$ , pese a registrar otro modesto flujo de entrada. El detalle de los préstamos de las IFM según su finalidad indica que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de este sector para adquisición de vivienda (ajustados de ventas y titulizaciones) pasó a ser negativa y se situó en el  $-0,4\%$  en el segundo trimestre, frente al  $0,6\%$  del trimestre precedente. Esta evolución reflejó considerables transferencias de préstamos de las IFM al sector de OIF en un país concreto en el segundo trimestre. En julio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se incrementó hasta el  $-0,1\%$ . El crédito para consumo siguió reduciéndose en el segundo trimestre, aunque a un ritmo más lento, situándose la tasa de crecimiento interanual en el  $-1,5\%$ , desde el  $-1,9\%$  del primer trimestre. En julio, esta tasa fue del  $-1,7\%$ . Los datos sobre operaciones indican que los flujos trimestrales de crédito para consumo siguieron registrando valores ligeramente negativos en el segundo trimestre, con un flujo prácticamente nulo en julio. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos (que incluye los préstamos a empresas sin personalidad jurídica) pasó a ser algo menos negativa y se situó en el  $-1,4\%$  en el segundo trimestre, frente al  $-1,9\%$  del trimestre precedente. En julio, la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos se situó en el  $-1,3\%$ .

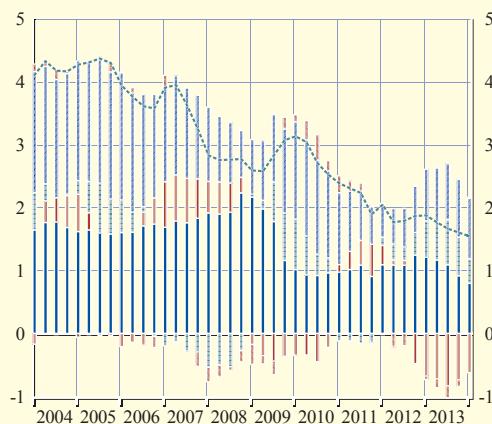
La evolución persistentemente moderada de los préstamos a los hogares refleja varios factores, entre ellos la falta de dinamismo de la renta disponible de este sector, los altos niveles de desempleo y de tributación, la debilidad de los mercados de la vivienda, la necesidad de corregir los excesos del pasado en términos de acumulación de deuda y la incertidumbre existente en torno a las perspectivas económicas. Según los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en la zona del euro de julio de 2014, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito para consumo se incrementó de nuevo en el segundo trimestre. De cara al futuro, las entidades de crédito esperan un aumento neto continuado de la demanda de todas las categorías de préstamo en el tercer trimestre.

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  $1,5\%$  en el primer trimestre de 2014 (inferior al  $1,6\%$  registrado en el trimestre precedente; véase gráfico 39). Esta evolución tuvo su origen en las menores contribuciones de: i) la inversión en acciones y otras participaciones (excluidas participaciones en

**Gráfico 39 Inversión financiera de los hogares**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Efectivo y depósitos
- Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros
- Acciones y otras participaciones
- Reservas técnicas de seguro
- Otros<sup>1)</sup>
- Activos financieros totales



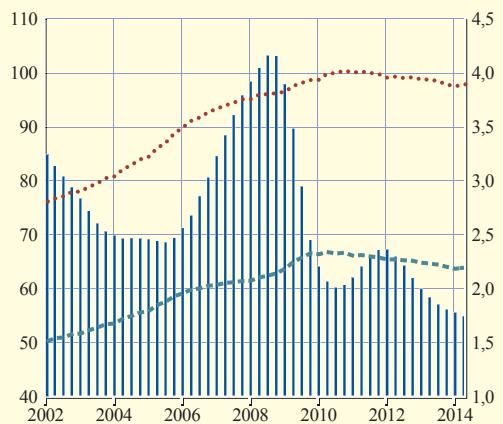
Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

**Gráfico 40 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares**

(porcentajes)

- Carga por intereses en porcentaje de la renta bruta disponible (escala derecha)
- Deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible (escala izquierda)
- Deuda de los hogares en relación con el PIB (escala izquierda)



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.

fondos de inversión), cuya tasa de crecimiento interanual cayó hasta situarse en el 1,1% en el primer trimestre de 2014, frente al 2% del cuarto trimestre de 2013, y ii) la inversión en participaciones en fondos de inversión, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 3% en el primer trimestre, frente al 4,4% del trimestre anterior. No obstante, esta evolución oculta el hecho de que las entradas trimestrales en participaciones en fondos de inversión aumentaron con respecto al trimestre precedente, mientras que los flujos trimestrales de acciones cotizadas pasaron a ser positivos. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en efectivo y depósitos cayó hasta el 2,3% en el primer trimestre de 2014, frente al 2,6% del cuarto trimestre de 2013. En cambio, la contribución de la inversión en reservas técnicas de seguro se incrementó levemente y la de los valores distintos de acciones pasó a ser algo menos negativa. En conjunto, el proceso de desapalancamiento en curso, los altos niveles de desempleo y de tributación, y la debilidad del ciclo económico (factores todos ellos 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.

### 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 97,6% en el primer trimestre de 2014, desde el 97,9% del cuarto trimestre de 2013. La deuda de este sector en relación con el PIB también disminuyó, situándose en

el 63,7% en el primer trimestre, frente al 64,1% del trimestre precedente. De igual modo, la carga por intereses de los hogares se redujo de nuevo y se situó en el 1,78% de la renta total disponible, un mínimo histórico.

Las estimaciones para el segundo trimestre de 2014 indican que la deuda de los hogares aumentó ligeramente (véase gráfico 40). En cambio, se estima que la carga por intereses de este sector disminuyó de nuevo, aunque solo marginalmente, en el segundo trimestre.

## 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 0,3% en agosto de 2014, frente al 0,4% de julio. Este descenso refleja, principalmente, la caída de la tasa de variación de los precios de la energía, mientras que el resto de los principales componentes se mantuvo prácticamente sin cambios en términos agregados. Las tasas de inflación han permanecido en niveles bajos durante un período considerable. Las decisiones de política monetaria del 4 de septiembre, junto con otras medidas puestas en marcha, se adoptaron para reforzar el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este valor. 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, antes de aumentar gradualmente durante 2015 y 2016.

Las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 0,6% en 2014, el 1,1% en 2015 y el 1,4% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la previsión de inflación para 2014 se ha revisado a la baja. Las previsiones para 2015 y 2016 se han mantenido sin variación.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios en el medio plazo serán objeto de un estrecho seguimiento, en particular con respecto a las posibles repercusiones de la moderación de la dinámica de crecimiento, los cambios geopolíticos, la evolución de los tipos de cambio y la transmisión de las medidas de política monetaria.

### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La tendencia a la baja de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, iniciada a finales de 2011, se ha debido, principalmente, a factores mundiales, como la evolución de los precios de las materias primas y de los tipos de cambio, que incidieron no solo en la tasa de variación de los precios de la energía en particular, sino también en el ritmo de avance de los precios de los alimentos. Desde finales de 2013, la menor contribución tanto de los precios de los alimentos no elaborados como de los precios

Cuadro 9 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

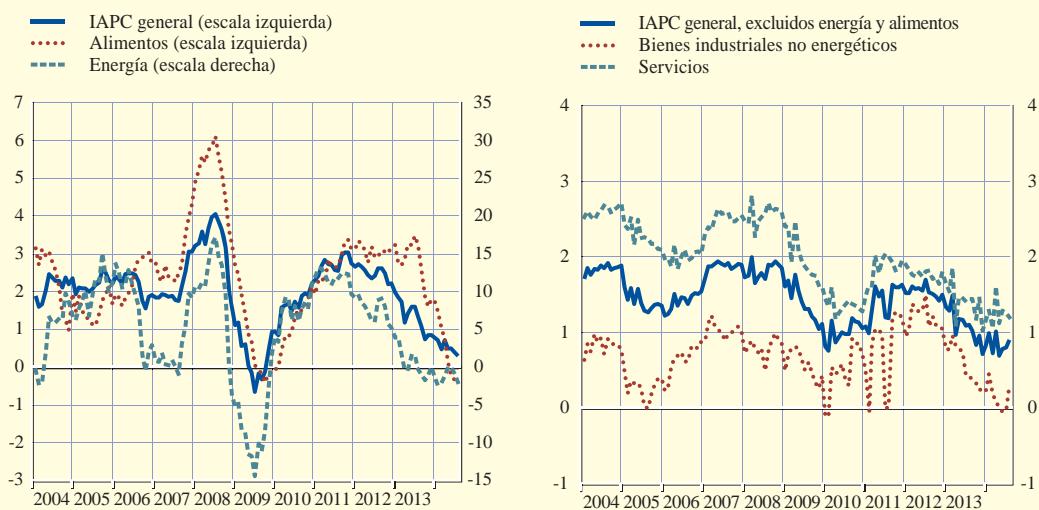
	2012	2013	2014 Mar	2014 Abr	2014 May	2014 Jun	2014 Jul	2014 Ago
<b>IAPC y sus componentes<sup>1</sup></b>								
Índice general	2,5	1,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3
Energía	7,6	0,6	-2,1	-1,2	0,0	0,1	-1,0	-2,0
Alimentos	3,1	2,7	1,0	0,7	0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	-0,1	-0,7	-2,1	-2,8	-2,6	.
Alimentos elaborados	3,1	2,2	1,7	1,6	1,5	1,4	1,1	.
Bienes industriales no energéticos	1,2	0,6	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,3
Servicios	1,8	1,4	1,1	1,6	1,1	1,3	1,3	1,2
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	2,8	-0,2	-1,6	-1,2	-1,0	-0,8	-1,1	.
Precios del petróleo (euros por barril)	86,6	81,7	77,8	78,2	79,4	82,3	79,9	77,6
Precios de las materias primas no energéticas	-5,2	-8,0	-12,4	-7,6	-6,9	-4,2	-4,8	-3,6

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 agosto 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.

de los bienes industriales no energéticos y de los servicios ha añadido una presión adicional a la baja sobre la inflación medida por el IAPC, situándola en niveles inferiores al 1 %.

Si se analizan los datos recientes, la inflación medida por el IAPC se situó, según la estimación preliminar de Eurostat, en el 0,3 % en agosto de 2014, frente al 0,4 % de julio (véase cuadro 9). Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, fue del 0,9 % en agosto, en comparación con el 0,8 % de julio. Este indicador ha permanecido, en gran medida, estable desde finales de 2013, lo que indica que las menores tasas interanuales de inflación registradas recientemente están relacionadas con los componentes de energía y de alimentos. De hecho, la tasa de variación de los precios de la energía ha sido negativa casi todos los meses de 2014 hasta la fecha y la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos lo ha sido desde junio.

Si se examinan en más detalle los principales componentes del IAPC, la estimación preliminar de Eurostat de agosto apunta a una caída de 1 punto porcentual de las tasas de variación interanual de los precios de la energía (-2 % en agosto, frente al -1 % de julio). El grueso de este descenso refleja los menores precios del petróleo en euros.

La tasa de avance interanual de los precios del componente de alimentos, que incluye los precios de los alimentos elaborados y no elaborados, permaneció estable, en el -0,3 %, en agosto. Aunque todavía no se dispone de información oficial sobre el detalle del componente de alimentos para agosto, es probable que los precios de los alimentos no elaborados sean el principal factor determinante de la reducida (y negativa) tasa de variación de los precios de los alimentos. Las tasas de los precios de los alimentos no elaborados pasaron en marzo a ser negativas y lo han seguido siendo desde entonces (-2,6 % en julio). Esto refleja el efecto a la baja sobre el ritmo de crecimiento interanual de los precios de las frutas y de las legumbres y hortalizas asociado a las favorables condiciones meteorológicas de este año en comparación con las condiciones meteorológicas más adversas del año pasado. Por el momento, apenas hay evidencia que permita evaluar, para la zona del euro en su conjunto, si las restricciones a las

importaciones de alimentos por parte de Rusia han provocado un impacto adicional a la baja en la inflación de los precios de los alimentos. La tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados también ha descendido en los últimos meses, aunque a un ritmo más lento que la de los precios de los alimentos no elaborados, y se ha situado en el 1,1 % en julio.

Considerados en su conjunto, los dos restantes componentes de la inflación medida por el IAPC, es decir, la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos y la inflación de los precios de los servicios, se han mantenido básicamente estables en los bajos niveles registrados a finales de 2013. El reducido nivel de la tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos (que se situó en el 0,3 % en agosto, frente al 0 % de julio) continúa reflejando la debilidad de la demanda de consumo, la baja capacidad de fijación de precios de las empresas y, en general, la contención de la evolución salarial. Además, las pasadas apreciaciones de los tipos de cambio del euro han moderado los costes de los factores para varias partidas de bienes industriales no energéticos. La inflación interanual de los precios de los servicios, el principal componente del IAPC, también se ha mantenido en niveles reducidos (1,2 % en agosto, frente al 1,3 % de julio), principalmente como consecuencia de la debilidad de la demanda interna. Además, algunos factores especiales han contribuido a la reciente volatilidad de los precios de los servicios (relacionados con las fechas de las vacaciones de Semana Santa y el domingo de Pentecostés). Haciendo abstracción de la volatilidad mensual, en 2014 la contribución de los precios de los servicios a la inflación medida por el IAPC ha sido, en promedio, de 0,5 puntos porcentuales, aún muy por debajo de la media de largo plazo desde el inicio de la unión monetaria (0,8 puntos porcentuales).

La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, debería comenzar a subir a medida que prosiga la recuperación económica. En el recuadro 5 se analiza la relación entre las variaciones en el grado de holgura de la economía y las medidas de la inflación subyacente, excluidos los alimentos y la energía.

#### Recuadro 5

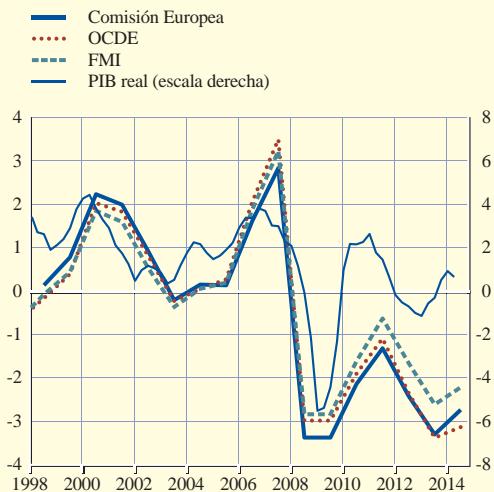
##### LA SENSIBILIDAD DE LOS COMPONENTES DEL IAPC A VARIACIONES EN EL GRADO DE HOLGURA DE LA ECONOMÍA

La inflación subyacente, medida por las variaciones del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), excluidos la energía y los alimentos, ha fluctuado en niveles reducidos desde octubre del año pasado. Al mismo tiempo, se ha iniciado una moderada recuperación de la economía de la zona del euro, y las medidas de la brecha de producción han empezado a reducirse con respecto al elevado grado de holgura económica. Las relaciones históricas sugieren que los puntos de inflexión de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, siguen a los correspondientes a la brecha de producción con un cierto desfase. No obstante, también sugieren que el punto de inflexión de la inflación podría inicialmente ser incierto, debido a la limitada fortaleza de la correlación entre las dos series.

Dadas estas circunstancias, en este recuadro se analiza la sensibilidad de la inflación subyacente a variaciones en el grado de holgura de la economía en lo que se refiere a las distintas partidas del IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Un «subíndice» que incluye componentes del IAPC que han estado estrechamente correlacionados con la brecha de producción en el pasado podría ofrecer señales más claras de un punto de inflexión de la inflación en respuesta a la evolución económica real.

**Gráfico A Estimaciones de la brecha de producción de la zona del euro**

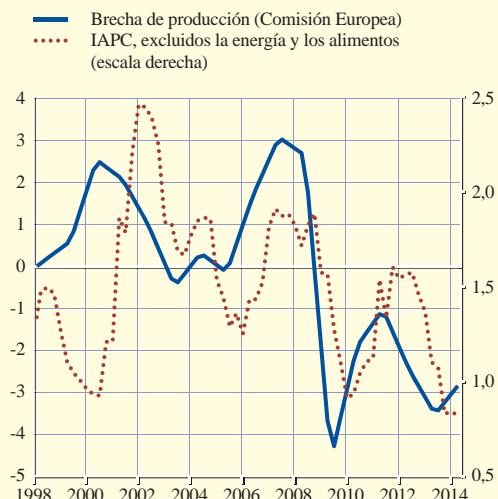
(porcentaje del producto potencial y tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, previsiones económicas de la Comisión Europea (primavera de 2014), Perspectivas de la Economía Mundial del FMI (abril de 2014) y Economic Outlook de la OCDE (mayo de 2014).

**Gráfico B Brecha de producción e IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro**

(porcentaje y tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y previsiones económicas de la Comisión Europea (primavera de 2014).  
Nota: Las observaciones correspondientes a la brecha de producción trimestral se han obtenido interpolando los datos anuales.

### La brecha de producción como indicador de la evolución de la inflación subyacente

La brecha de producción indica en qué medida el producto registrado se desvía del producto potencial de la economía. Un estrechamiento de la brecha de producción debería ir asociado a menores presiones a la baja o a mayores presiones al alza sobre los precios en la economía interna y, por lo tanto, sería de esperar que provocara un aumento de la inflación.

Haciendo abstracción de la conocida dificultad de estimar las brechas de producción en tiempo real<sup>1</sup>, todas las estimaciones recientes efectuadas por organizaciones internacionales sugieren que la brecha de producción de la zona del euro comenzó a estrecharse en 2013, cuando el crecimiento del PIB real repuntó hasta situarse en niveles superiores a la tasa de crecimiento potencial. Estas estimaciones también indican que este estrechamiento se produjo partiendo de un grado elevado de holgura económica, cercano al 3 % del producto potencial (véase gráfico A).

Como medida de la intensidad de uso de recursos de producción internos, la brecha de producción no siempre es un indicador fiable de la evolución de la inflación medida por el IAPC general, ya que los precios de algunos componentes, como la energía y los alimentos, tienden a verse mucho más afectados por factores externos, como los precios de las materias primas y los tipos de cambio. Al realizar un seguimiento de la relación entre brecha de producción e inflación, la atención se suele centrar en medidas de la inflación subyacente, como el IAPC excluidos la energía y los alimentos<sup>2</sup>. En el caso de la zona del euro, esta relación tiene una correlación máxima de 0,6 (cuando se considera un

<sup>1</sup> Véanse el artículo titulado «Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2000 y el recuadro 5, titulado «Slack in the euro area economy», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2014.

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «The Phillips curve relationship in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2014.

desfase de tres trimestres entre las variaciones del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y la brecha de producción). Si se examina concretamente el patrón de desfases y de adelantos durante los puntos de inflexión en el período desde 1998, las variaciones más intensas en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se han producido, en promedio, unos cuatro trimestres después de los máximos y mínimos observados en la brecha de producción, pero con diferencias notables de un ciclo a otro (véase gráfico B).

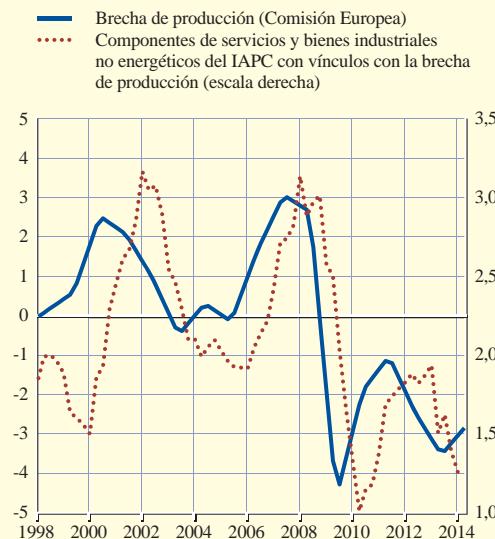
### No todas las partidas de las medidas de inflación subyacente son sensibles a la brecha de producción

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, incluye 33 partidas de bienes industriales no energéticos y 39 partidas de servicios. No es previsible que algunas de ellas reaccionen a la evolución a corto plazo de la actividad económica y, por lo tanto, deberían ser relativamente resistentes a cambios en la brecha de producción. Estas partidas están relacionadas principalmente con el componente de servicios del IAPC e incluyen agua, gas y electricidad, seguros y sanidad. No obstante, hay también algunas partidas, en particular del componente de bienes industriales no energéticos, que reaccionarían normalmente a movimientos de la actividad y de la renta, pero para los que, debido a su elevado contenido en importaciones, esta relación queda difuminada por la influencia de factores internacionales. Importantes ejemplos de estas partidas son productos como ordenadores y algunos otros productos electrónicos.

Un análisis de regresión de cada una de las partidas del IAPC confirma que solo unas pocas de ellas tienen un vínculo positivo y estadísticamente significativo con la brecha de producción<sup>3</sup>. Más concretamente, solo alrededor de un tercio de las partidas (con una ponderación del 45%) del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, presentan este vínculo. Algunos ejemplos notables de bienes industriales no energéticos incluyen muebles, alfombras y aparatos de calefacción, cocina y electrodomésticos, y en el caso de los componentes de servicios, vacaciones organizadas, servicios de restauración y cafetería, y servicios de reparación para hogares. En el caso de algunas partidas, por ejemplo, determinados servicios de transporte, la falta de significatividad estadística podría reflejar una elasticidad relativamente baja de la demanda o factores relacionados con las estructuras de mercado. Los componentes con un vínculo significativo pueden variar o no en función de la especificación de la curva de Phillips, la brecha de producción estimada y el período muestral.

**Gráfico C Brecha de producción y sensibilidad del IAPC a la brecha de producción en la zona del euro**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y previsiones económicas de la Comisión Europea (primavera de 2014).

Nota: Las observaciones trimestrales correspondientes a la brecha de producción trimestral se han obtenido interpolando los datos anuales.

3 Las relaciones de curva de Phillips para cada una de las 72 partidas incluidas en los componentes de bienes industriales no energéticos y de servicios (tasas de inflación intertrimestral) se estimó para el período que comienza en 1998, e incluye en cada caso un término de inflación desfasada y la estimación de la Comisión Europea de la brecha de producción de la zona del euro (desfasada en un trimestre). Este tipo de ecuación se ha utilizado en anteriores análisis de la curva de Phillips (véase nota 2).

El subíndice formado por las partidas del IAPC que son sensibles a la brecha de producción tiene una correlación de 0,9 (con un desfase de cuatro trimestres) con la brecha de producción (véase gráfico C). Este subíndice es más suave que el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, lo que hace más fácil determinar los puntos de inflexión. En el período que comienza en 1998, los puntos de inflexión observados en las series de inflación basadas en el subíndice presentaban un desfase de unos cinco trimestres con respecto a los de la brecha de producción. Evidentemente, existen algunas divergencias de un ciclo a otro, como fue el caso del más largo desfase que siguió al máximo alcanzado en 2011 por la brecha de producción, que refleja, en parte, el impacto al alza de los impuestos indirectos en ese momento, que mantuvieron la inflación en un nivel más elevado por un período más prolongado de lo que habría sido acorde con la evolución económica real.

En resumen, suponiendo que se produjo un punto de inflexión en la brecha de producción en los últimos meses de 2013, las regularidades históricas sugerirían un cambio de tendencia de la inflación subyacente más adelante en el año actual, lo que debería poder apreciarse antes en el subíndice de los componentes del IAPC sensibles a la brecha de producción. Tal cambio de tendencia sería coherente con el perfil de inflación de las últimas proyecciones de los expertos del BCE, que contemplan un aumento gradual durante la última parte del año.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

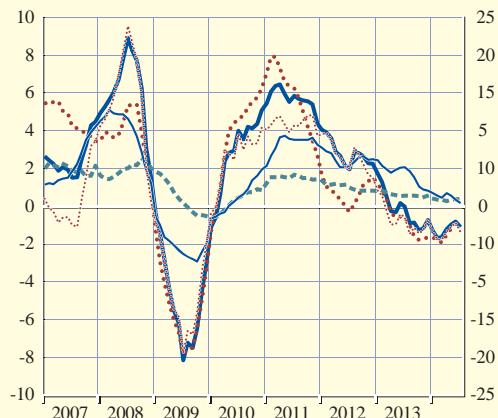
Las tendencias de los precios industriales apuntan a una continuación de la moderación de las presiones latentes. Las bajas presiones inflacionistas reflejan la debilidad de la demanda y una respuesta algo retardada de los precios a incrementos en la utilización de la capacidad productiva, al menos en comparación con los patrones históricos. También reflejan la contenida evolución de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas. Por lo que respecta a los datos más recientes, la tasa de variación interanual de los precios industriales (excluida la construcción) siguió fluctuando en territorio negativo (-1,1% en julio, frente al -0,8% de junio). Si también se excluye la energía, el ritmo de variación de los precios industriales permaneció invariable en el -0,1% en julio (véanse cuadro 9 y gráfico 42).

Los datos, tanto cuantitativos como cualitativos, publicados en los últimos meses implican el mantenimiento de unas tímidas presiones inflacionistas latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio ha registrado un ligero repunte desde el mínimo del 0,1% registrado en noviembre de 2013 (0,3% en julio de 2014). Los indicadores de opinión relativos a los márgenes de beneficio en el sector de comercio al por menor han fluctuado ligeramente en los últimos meses, confirmando moderadas presiones inflacionistas latentes

**Gráfico 42 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

- Industria, excluida construcción (escala izquierda)
- Bienes intermedios (escala izquierda)
- - - Bienes de equipo (escala izquierda)
- Bienes de consumo (escala izquierda)
- Energía (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

en las últimas fases de la cadena de precios. En las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios aumentó, en general, en 2014, aunque siguió siendo negativa ( $-1,9\%$  en marzo, frente al  $-0,7\%$  en julio). Es probable que ello refleje las menores presiones a la baja ejercidas por los precios del petróleo en euros y por los precios de las materias primas industriales, pero, dada la caída de estos precios en agosto, es posible que se interrumpa esta tendencia.

En los últimos meses, las presiones latentes sobre el ritmo de avance de los precios de los alimentos se moderaron, en general, tanto en las primeras como en las últimas fases de la cadena de precios. La tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes de consumo alimenticio cayó por tercer mes consecutivo y se situó en el  $-0,1\%$  en julio. En las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios agrícolas en origen de la zona del euro y de los precios internacionales de las materias primas alimenticias en euros ha aumentado recientemente, aunque se mantiene en territorio negativo.

Desde una perspectiva sectorial, la evidencia más reciente basada en encuestas confirma las moderadas presiones inflacionistas latentes observadas en las manufacturas y en los servicios y no sugieren cambios en las perspectivas de una baja inflación en los próximos meses. En cuanto a los datos más recientes, los resultados del índice de directores de compras mostró que los índices de precios de los bienes intermedios en los sectores manufacturero y de servicios disminuyeron en agosto (véase gráfico 43). Durante el mismo período, los índices de precios de venta aumentaron marginalmente en las manufacturas y registraron una leve caída en los servicios. Todos los subíndices continúan fluctuando próximos al umbral de 50, en el caso de las tasas de variación de precios positivas. Además, según la encuesta de la Comisión Europea, las expectativas de precios de venta para el conjunto de la industria (excluida la construcción) registraron un descenso en agosto y las del sector servicios se incrementaron ligeramente. Ambos índices siguen fluctuando en niveles inferiores a sus medias de largo plazo, apuntando así a una continuación de las moderadas presiones inflacionistas.

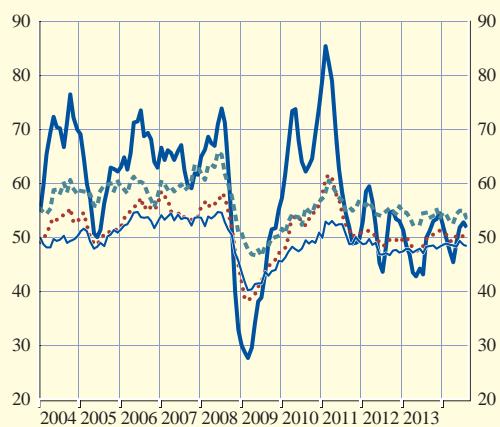
### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos sobre costes laborales de los últimos trimestres siguen apuntando a presiones inflacionistas internas moderadas, aunque estables en general (véanse cuadro 10 y gráfico 44). Al mismo tiempo, el patrón de crecimiento salarial en la zona del euro continúa ocultando divergencias sustanciales en la evolución de los salarios entre países.

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

(índices de difusión; datos mensuales)

- Sector manufacturero; precios de los bienes intermedios
- Sector manufacturero; precios de venta
- Sector servicios; precios de los bienes intermedios
- Sector servicios; precios de venta



Fuente: Markit.

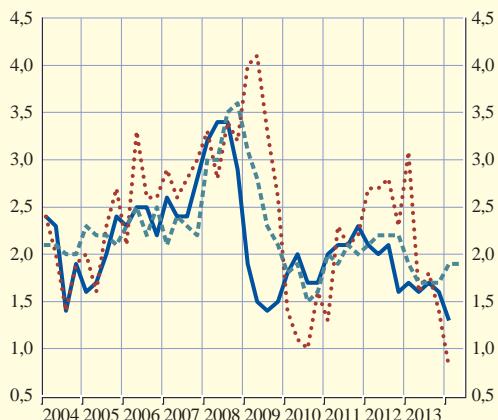
Nota: Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución.

Desde el último trimestre de 2012, la tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado ha oscilado dentro de un estrecho intervalo (entre el 1,6% y el 1,7%). La ralentización del crecimiento de los salarios en el primer trimestre de 2014, desde el 1,6% hasta el 1,3%, si se mide en términos de la remuneración por asalariado (y desde el 1,4% hasta el 0,8%, si se mide en términos de la remuneración por hora trabajada) se debió, principalmente, a la menor contribución de los servicios no de mercado (véase gráfico 45), donde el perfil de crecimiento refleja los efectos de base asociados a un incremento de las remuneraciones en el sector público de una serie de países de la zona del euro en 2013. Los salarios negociados de la zona del euro crecieron a una tasa interanual del 1,9% en el primer trimestre de 2014 y los datos disponibles indican que también lo harán en el segundo trimestre del año. Haciendo abstracción de algunos efectos distorsionadores en el primer trimestre, la práctica alineación del crecimiento de la remuneración por asalariado y de los salarios negociados en los últimos trimestres sugiere que el crecimiento de la remuneración por asalariado debería repuntar algo en el segundo trimestre.

Gráfico 44 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Remuneración por asalariado
- Remuneración por hora trabajada
- - Salarios negociados



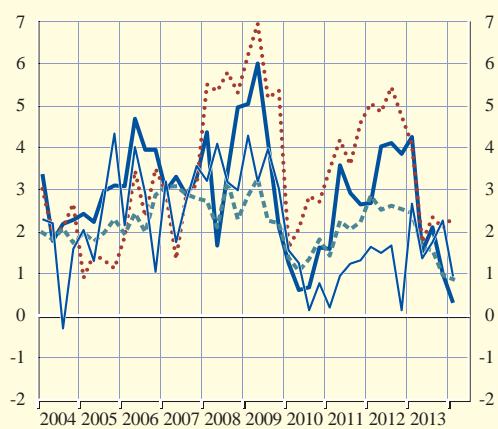
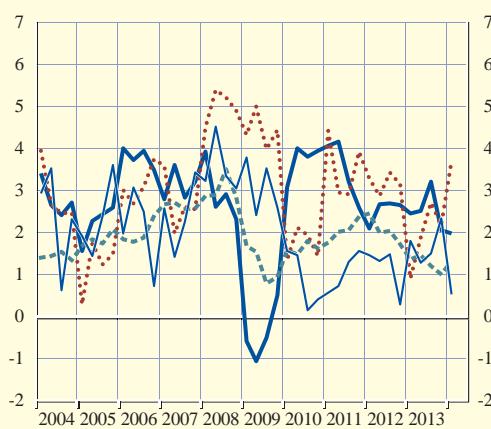
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 45 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Industria, excluida construcción: RPA
- Construcción: RPA
- - Servicios de mercado: RPA
- Servicios no de mercado

- Industria, excluida construcción: RPH
- Construcción: RPH
- - Servicios de mercado: RPH
- Servicios no de mercado, RPH



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: 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 restante con el total de servicios (secciones G a U de la clasificación NACE Revisión 2).

**Cuadro 10 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

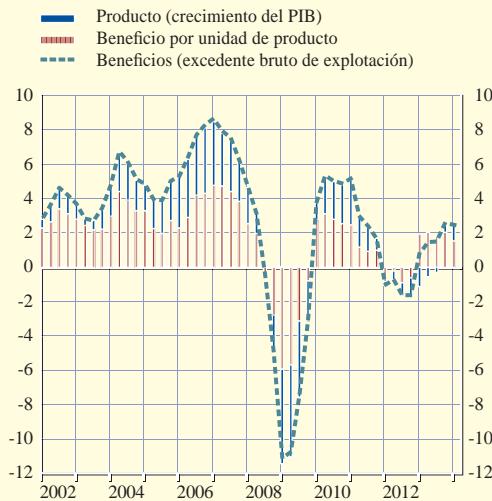
La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios ha descendido en los últimos trimestres principalmente como consecuencia de un crecimiento más acusado de la productividad del trabajo. Los últimos datos indican una caída del 0,5% en el primer trimestre de 2014, debido a la menor tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado.

### 3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

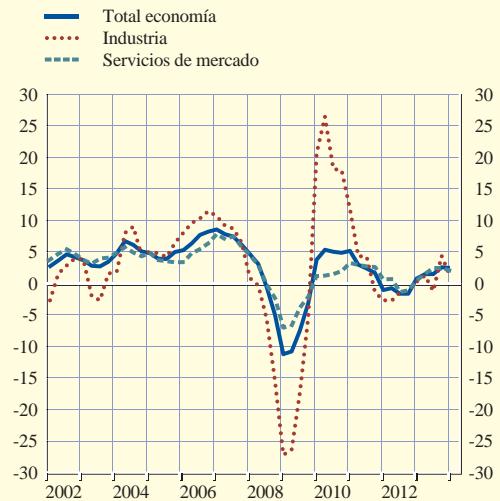
Los beneficios (medidos en términos del excedente bruto de explotación) continuaron recuperándose gradualmente en los últimos trimestres (véase gráfico 46). Más concretamente, desde el mínimo registrado en el cuarto trimestre de 2012, el crecimiento interanual de los beneficios aumentó desde el -1,6%, hasta situarse en el 2,5% en el primer trimestre de 2014. El repunte del crecimiento de los beneficios se vio favorecido tanto por la recuperación del propio producto como por el incremento de los beneficios unitarios (es decir, los beneficios por unidad de producto).

**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.

La recuperación del crecimiento de los beneficios a principios de 2014 fue generalizada en todos los sectores. La evolución de los beneficios en la industria estuvo sujeta a una volatilidad más elevada que en el sector de servicios de mercado y también fue, en conjunto, algo más contenida, debido muy probablemente a su mayor sensibilidad a la situación del ciclo económico y, sobre todo, a los cambios en el entorno exterior. Por lo que respecta a los datos más recientes, el crecimiento interanual de los beneficios en la industria descendió hasta el 1,2% en el primer trimestre de este año, tras haber repuntado hasta el 4,4% en el trimestre anterior. El crecimiento de los beneficios en el sector de servicios de mercado fue del 2,1%, tan solo algo menor que en el trimestre precedente.

### 3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Las tasas de inflación han permanecido en niveles bajos durante un período considerable. Las decisiones de política monetaria del 4 de septiembre, junto con otras medidas puestas en marcha, se adoptaron para reforzar el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este valor. 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, antes de aumentar gradualmente durante 2015 y 2016.

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 seguirá en niveles negativos o próximos a cero hasta principios de 2015 y que posteriormente aumentará, tan solo de manera moderada, hasta otoño. El repunte de los precios de la energía durante el próximo año se deberá, en gran medida, a la subida prevista de los precios de la electricidad y del gas, compensada en parte por la tendencia a la baja de los combustibles para transporte en el caso de que se materialice el supuesto descenso de los precios del petróleo en euros implícito actualmente en los precios de los mercados de futuros.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se ha visto considerablemente influída por las condiciones meteorológicas recientes. De cara al futuro, a medida que vaya desapareciendo su efecto, está previsto que vuelva a aumentar y pase a ser positiva a principios de 2015, antes de elevarse hasta niveles próximos al 2% en el plazo de un año. Se prevé que la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos elaborados permanezca prácticamente sin cambios hasta el primer trimestre de 2015, antes de registrar un ligero repunte en el segundo y tercer trimestre. El moderado aumento refleja fundamentalmente el supuesto de un alza de los precios de las materias primas alimenticias.

Se espera que el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantenga en unas tasas ligeramente por encima de cero hasta finales de 2014, antes de repuntar levemente en 2015. La moderada aceleración prevista refleja la mejora esperada del consumo privado y del crecimiento de los salarios, así como la desaparición gradual de los impactos moderadores de los precios de las importaciones.

Las proyecciones indican que la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantendrá básicamente estable en los próximos meses, antes de aumentar hasta alrededor del 1,5% a finales de 2014. El incremento de esta tasa en el futuro refleja, principalmente, el moderado incremento previsto de la demanda de consumo y las mayores subidas salariales en algunos países.

Las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 0,6% en 2014, el 1,1% en 2015 y el 1,4% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la previsión de inflación para 2014 se ha revisado a la baja. Las previsiones para 2015 y 2016 se han mantenido sin variación.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios en el medio plazo serán objeto de un estrecho seguimiento, en particular con respecto a las posibles repercusiones de la moderación de la dinámica de crecimiento, los cambios geopolíticos, la evolución de los tipos de cambio y la transmisión de las medidas de política monetaria.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Tras cuatro trimestres de expansión moderada, en el segundo trimestre de este año el PIB real de la zona del euro se mantuvo sin cambios con respecto al trimestre anterior. Aunque este resultado se debió, en parte, a factores extraordinarios, fue más débil de lo esperado. En lo que se refiere al tercer trimestre, los datos de las encuestas disponibles hasta agosto indican una pérdida de dinamismo del crecimiento de carácter cíclico, al tiempo que se mantienen acordes con una expansión moderada. El abanico de medidas de política monetaria, las mejoras en curso en las condiciones de financiación, los progresos realizados en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales, así como unos precios de la energía más bajos que sostienen la renta real disponible, deberían respaldar la demanda interna. Además, la demanda de exportaciones debería verse favorecida por la recuperación mundial. Asimismo, es probable que el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva sin utilizar, el sostenido crecimiento negativo de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando la recuperación.

Todo lo anterior se refleja en las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, que prevén que el PIB real aumente un 0,9% en 2014, un 1,6% en 2015 y un 1,9% en 2016. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, las previsiones de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja tanto para 2014 como para 2015 y al alza para 2016. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

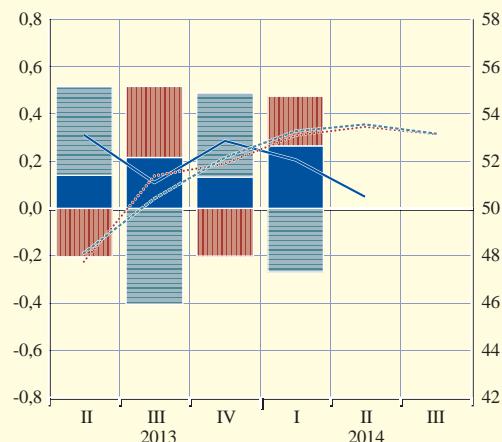
### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Según la estimación preliminar de Eurostat, el PIB real mostró un crecimiento nulo, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2014 (véase gráfico 48), tras cuatro trimestres consecutivos de crecimiento positivo del producto. Aunque en la fecha de cierre del presente Boletín Mensual no se disponía de una desagregación del gasto, los datos correspondientes a los países y los indicadores de corto plazo disponibles sugieren que las contribuciones positivas de la demanda interna y de la demanda exterior neta al crecimiento se vieron contrarrestadas por una aportación negativa de la variación de existencias. Aunque el resultado para el segundo trimestre fue decepcionante, parece que parte de la debilidad fue reflejo de factores técnicos transitorios relacionados con la suavidad del invierno y con el número de puentes, lo que podría explicar en cierta medida por qué los resultados de las encuestas no captaron plenamente el descenso. Sin embargo, parece también que en algunos países de la zona del euro se ha observado una reducción de carácter cíclico. Entre los principales países de la zona, el PIB real disminuyó en el segundo trimestre en Alemania y en Italia, se mantuvo sin cambios en Francia, y se incrementó en España y en los Países Bajos.

**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)

- Demanda interna, excluidas las existencias (escala izquierda)
- Variación de existencias (escala izquierda)
- Demanda exterior neta (escala izquierda)
- Crecimiento del PIB total (escala izquierda)
- PMI compuesto de producción (escala derecha)
- Indicador de sentimiento económico<sup>1)</sup> (escala derecha)



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

Nota: La última observación para el crecimiento del PIB total se refiere a la estimación preliminar de Eurostat.

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.

Aunque los resultados de las encuestas han tendido a estabilizarse y a caer ligeramente en los últimos meses, siguen siendo compatibles con un crecimiento moderado en el tercer trimestre de 2014. Aunque, en el promedio de julio y agosto, tanto el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea como el índice compuesto de producción PMI se mantuvieron ligeramente por debajo de los resultados respectivos correspondientes al segundo trimestre de este año, siguieron estando por encima de sus medias de largo plazo.

Desde la perspectiva de un período algo más largo, la confianza empresarial y de los consumidores ha aumentando, la incertidumbre macroeconómica ha disminuido, las condiciones de financiación han mejorado y el crecimiento de la renta real se ha incrementado. La recuperación económica en curso se ha beneficiado, asimismo, de la orientación acomodaticia de la política monetaria y de los progresos realizados hasta la fecha en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Pese a que en el segundo trimestre el crecimiento fue ligeramente menor de lo esperado, los indicadores económicos más recientes apuntan al mantenimiento de la moderada recuperación en curso. Se espera que esta recuperación se fortalezca gradualmente en los próximos años (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro»).

### **CONSUMO PRIVADO**

El consumo privado se incrementó un 0,2 % en el primer trimestre de 2014, por cuarto trimestre consecutivo. Este avance fue consecuencia del alza registrada en el consumo de bienes al por menor, que se vio contrarrestada en parte por el descenso observado en las adquisiciones de automóviles. Al mismo tiempo, el consumo de servicios fue prácticamente neutral. La evolución reciente de los indicadores de corto plazo y de las encuestas apunta, en general, a una persistencia del positivo crecimiento del gasto de los hogares en el segundo y tercer trimestre de este año.

Si se considera un período más largo, la mejora 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 período prolongado se ha visto afectada negativamente por la caída del empleo, está viéndose favorecida de forma creciente por la estabilización y la ligera mejora observada en los mercados de trabajo, así como 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. Más recientemente, en el primer trimestre de 2014, el crecimiento de la renta nominal de los hogares se desaceleró, a pesar de la contribución positiva y estable de la remuneración de los asalariados, de determinados aumentos en la aportación de la renta de los trabajadores autónomos y de una contribución menos negativa de los impuestos directos. La desaceleración se debió a las aportaciones negativas de las rentas de la propiedad netas y —por primera vez desde finales de 2011— de las prestaciones sociales netas. En un contexto de debilidad de la dinámica de los precios, el crecimiento de la renta real siguió siendo positivo en el primer trimestre del 2014, pero también registró una reducción. Al recuperarse el consumo nominal y superar la renta, la tasa de ahorro de los hogares disminuyó de nuevo en el primer trimestre, hasta situarse próxima a mínimos históricos.

Por lo que respecta a la dinámica a corto plazo en el segundo y tercer trimestre de 2014, los indicadores tanto cuantitativos como cualitativos sugieren, en general, el mantenimiento de un crecimiento moderado del gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor se incrementaron de nuevo un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, y se redujeron un 0,4 %, en tasa intermensual, en julio, hasta situarse un 0,2 % por debajo del nivel observado en el segundo trimestre. Además, al mismo tiempo, el PMI del comercio al por menor se elevó, alcanzando niveles compatibles con el crecimiento, antes de volver a caer en julio. Esta evolución representa, en general, una mejora con

respecto al primer trimestre, cuando el índice mostraba una lenta contracción de las ventas. En el segundo trimestre y en julio y en agosto, el indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea permaneció en niveles prácticamente similares a los del primer trimestre, y por encima de su media de largo plazo. Además, las matriculaciones de automóviles registraron un avance cercano al 2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Esta variable también experimentó un aumento intermensual en junio, provocando con ello un efecto arrastre positivo en el tercer trimestre. Sin embargo, las encuestas indican que probablemente las adquisiciones de automóviles y de otros bienes duraderos mantengan su debilidad en el futuro próximo. Por ejemplo, aunque el indicador de la Comisión Europea sobre grandes compras esperadas ha mejorado ligeramente, continúa situándose en niveles muy inferiores a los correspondientes a su media de largo plazo. No obstante, conviene ser cautos a la hora de interpretar la evolución de este indicador, pues parece que su capacidad para explicar el consumo de bienes duraderos ha disminuido desde el inicio de la crisis. Finalmente, la confianza de los consumidores de la zona del euro, que ofrece una guía razonablemente buena de la evolución tendencial del gasto de los hogares, descendió nuevamente en julio y en agosto. El índice se situó, en promedio, por debajo del valor del segundo trimestre, pero por encima de su nivel medio en el primer trimestre. Así pues, la evolución más reciente apunta a una estabilización del reciente fortalecimiento de la dinámica subyacente del consumo (véase gráfico 49). La caída de la confianza de los consumidores que se ha observado en los tres últimos meses refleja la valoración de los hogares de la situación económica general y del desempleo. La valoración relacionada con la situación financiera y con el ahorro futuro se ha mantenido prácticamente estable. La evolución en los distintos países ha sido bastante dispar durante los últimos meses. Sin embargo, todos los países más grandes de la zona del euro han experimentado un descenso en la confianza de los consumidores, excepto España donde la confianza apenas ha sufrido cambios.

## INVERSIÓN

La recuperación de la formación bruta de capital fijo parece haber perdido cierto impulso. La inversión total aumentó solo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014. En el segundo trimestre, la debilidad de dicha inversión se reflejó en una caída tanto de los bienes de equipo como de la producción de la construcción. Como resultado, en el primer semestre de 2014, la inversión en relación con el PIB se mantuvo prácticamente inalterada, en un nivel notablemente inferior al registrado antes de la crisis.

El detalle de la inversión en el primer trimestre de este año muestra que la inversión, excluida la construcción, que representa la mitad de la inversión total, cayó un 0,2%, en tasa intertrimestral. Esta caída oculta una evolución divergente en los países más grandes de la zona del euro, de modo que esta variable aumentó en Alemania y en los Países Bajos, pero se redujo en Francia, Italia y España. Es probable que

**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.

la inversión, excluida la construcción, haya sido débil en el segundo trimestre, en línea con la contracción intertrimestral de la producción de bienes de equipo y con la menor utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero. Por otra parte, la inversión en construcción creció un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014, sostenida por las favorables condiciones meteorológicas en varios países de la zona del euro. Este crecimiento es plenamente atribuible a una subida intertrimestral de un 1 % de la inversión en vivienda. Por lo que respecta al segundo trimestre, todos los indicadores apuntan a una desaceleración —o incluso a un nuevo descenso— de la inversión en construcción, como consecuencia, en parte, de: i) una corrección posterior a la actividad inesperadamente intensa observada en el primer trimestre; ii) una reducción de la obra civil, y iii) el efecto de factores de largo plazo, como el prolongado ajuste registrado en algunos mercados de la vivienda de la zona y la continuación de una débil demanda en el sector de la construcción.

En cuanto al segundo semestre de 2014, los indicadores disponibles señalan una moderada recuperación de la inversión, excluida la construcción. Según la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro, estas perspectivas se ven confirmadas por una situación financiera algo más favorable, atribuible al aumento de los beneficios empresariales, a los bajos tipos de interés y a una nueva relajación de las condiciones de financiación para fines de inversión. El PMI del sector manufacturero y el indicador de confianza de la Comisión Europea para el sector de bienes de equipo, ambos disponibles hasta agosto, han descendido con respecto al primer semestre del año, pero aún registran niveles compatibles con el crecimiento. Se prevé que la recuperación de la inversión sea débil, como consecuencia del sostenido desapalancamiento observado en las empresas y de la capacidad productiva sin utilizar que aún existe. Esto último se refleja, por ejemplo en la encuesta trimestral de la Comisión Europea sobre la tasa de utilización de la capacidad productiva en las manufacturas, que en el tercer trimestre de 2014 se mantuvo por debajo de su media de largo plazo. Ahora la falta de equipo no parece ser el problema que era, en general, en el pasado, lo que indica una menor necesidad de ampliar la inversión. El indicador de confianza de la construcción, que aumentó en julio debido a los nuevos pedidos y al empleo en la construcción, descendió de nuevo en agosto y se sigue situando considerablemente por debajo de su media histórica. El índice PMI de nuevos pedidos de la construcción disminuyó adicionalmente en julio hasta 38, mientras que el índice PMI de actividad inmobiliaria y el índice de producción de la construcción registraron un ligero avance, permaneciendo, sin embargo, por debajo de 50, el umbral teórico de expansión. En el segundo semestre de 2014 se esperan leves mejoras intertrimestrales en la inversión en construcción, como consecuencia de incrementos en la renta real disponible de los hogares y de la relajación de las condiciones de financiación.

Las perspectivas relativas a la inversión total son de una recuperación sostenida, debida a la mejora progresiva de la demanda, de los beneficios y de la renta de los hogares, así como a mejores condiciones de financiación y a una reducción de la consolidación fiscal. Se prevé que la inversión sea más moderada en 2014, ya que se ha visto afectada negativamente por la debilidad observada en el primer semestre del año, por la previsión de una demanda más contenida y por una mayor incertidumbre. La intensificación de las tensiones geopolíticas constituye un riesgo a la baja para las perspectivas de inversión, mientras que el recurso generalizado a las TLTRO podría estimular la inversión a través de un aumento del crédito.

### **CONSUMO PÚBLICO**

Se espera que el crecimiento del consumo público en términos reales haya disminuido en el segundo trimestre de 2014, tras un incremento intertrimestral del 0,7 % en el primero. Si se consideran las tendencias subyacentes de sus principales componentes, la remuneración de los empleados públicos, que representa casi la mitad del consumo público total, solo parece haber seguido aumentando marginalmente.

Además, la tasa de crecimiento de las transferencias sociales en especie, que incluyen partidas como el gasto en sanidad, parece haberse estabilizado en los últimos trimestres. No obstante, el gasto en consumo intermedio, que supone ligeramente menos de un tercio del consumo público total, continuó siendo bastante volátil, con signos de descenso en el segundo trimestre. De cara al futuro, la contribución del consumo público a la demanda interna se prevé que mejore solo marginalmente 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. Los últimos datos confirman una falta de dirección clara en la contribución de la variación de existencias al crecimiento del PIB en el último año aproximadamente. Las encuestas más recientes de la Comisión Europea (disponibles hasta agosto) indican que, en las manufacturas (productos terminados) y en el comercio al por menor, las empresas consideran que las existencias son bastante reducidas en el segundo y tercer trimestre, a pesar de los avances registrados a lo largo de 2014 (véase el gráfico 50, panel a). Así pues, es probable que se produzca una reposición de existencias moderada o neutral a medida que se recupere la economía. Además, los últimos datos de la encuesta PMI (disponibles hasta agosto), en particular en relación con las variaciones en los productos intermedios y terminados de las manufacturas, sugieren que la contribución de las existencias al crecimiento del PIB podría ser prácticamente neutral en el segundo y tercer trimestre (véase gráfico 50, panel b).

**Gráfico 50 Existencias de la zona del euro**

**a) Percepción de los niveles de existencias**

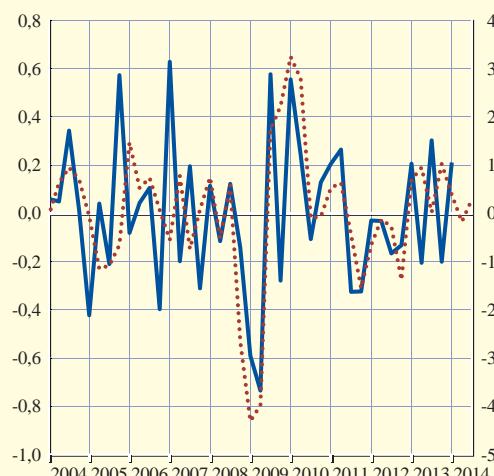
(saldo neto; datos desestacionalizados y no ajustados por días laborables)



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

(variación de los índices de difusión; puntos porcentuales)

Cuentas nacionales (escala izquierda)  
Variación del PMI (escala derecha)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

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.

## 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 0,2%, en tasa intertrimestral (véase gráfico 51), como consecuencia de la fortaleza de las exportaciones a Estados Unidos, Japón y China. Al mismo tiempo, las exportaciones a países europeos no pertenecientes a la zona del euro y a América Latina se redujeron.

Las importaciones de la zona del euro experimentaron un incremento relativamente marcado (del 0,8%) en el primer trimestre, principalmente como resultado de las importaciones de China. Como el crecimiento de las importaciones fue mayor que el de las exportaciones, las contribuciones de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB pasaron a ser negativas en el primer trimestre (-0,3 puntos porcentuales).

Los indicadores de opinión disponibles apuntan a una mejora de las exportaciones de la zona del euro en el segundo y tercer trimestre de este año. El PMI de nuevos pedidos exteriores se deterioró, en promedio, en el segundo trimestre, pero se mantuvo por encima de 50, el umbral de expansión, y de su media de largo plazo. El descenso general continuó en el tercer trimestre: tras un pequeño aumento, desde 52,4 en junio hasta 52,6 en julio, el índice cayó en agosto hasta 51,7. Mientras tanto, el indicador de la Comisión Europea relativo a la cartera de pedidos exteriores se redujo en el segundo trimestre, hasta un nivel que estaba aún por encima de su media de largo plazo, y mejoró nuevamente en julio y en agosto. Ambos indicadores se sitúan en niveles compatibles con un crecimiento moderado de las exportaciones a corto plazo, que también se ve respaldado por el sostenido impulso positivo de la actividad mundial. 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 gradual de la demanda interna. En general, esta evolución apunta a contribuciones básicamente neutrales de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB en el futuro próximo.

## 4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

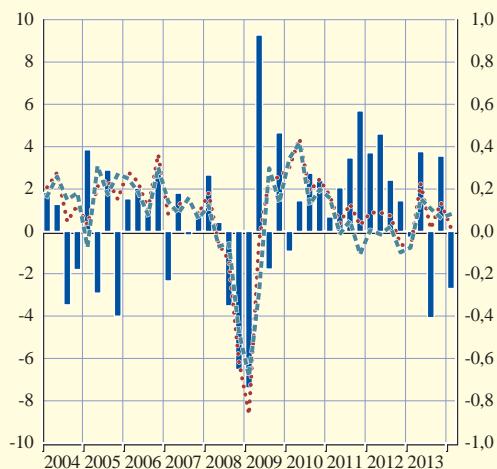
Si se considera el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, el valor añadido total siguió aumentando en el primer trimestre de 2014, en un 0,1%, en tasa intertrimestral. Los principales sectores económicos, salvo la industria, excluida la construcción, contribuyeron a este último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

En lo que se refiere al nivel de actividad, se mantienen las diferencias entre los distintos sectores. El valor añadido real de los servicios alcanzó un máximo histórico en el primer trimestre de 2014, mientras que el valor añadido de la construcción se situó en torno a tres cuartos de su máximo anterior, registrado 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 disponibles sugieren que el valor añadido total apenas varió en el segundo trimestre de 2014 y que su crecimiento podría reanudarse en el tercer trimestre.

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

(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)

■ Demanda exterior neta (escala derecha)  
..... Exportaciones (escala izquierda)  
---- Importaciones (escala izquierda)



Fuentes: Eurostat y BCE.

## INDUSTRIA, EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN

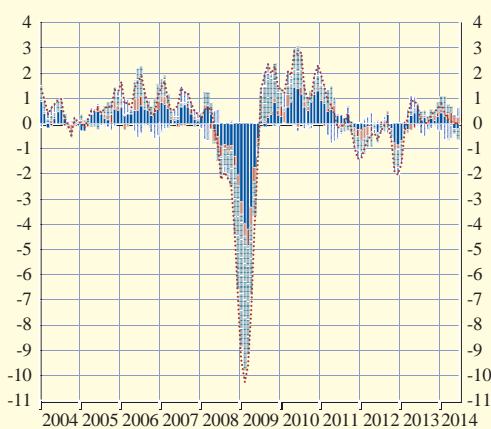
El valor añadido de la industria, excluida la construcción, se contrajo un 2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014. En cambio, la producción aumentó de forma moderada en el primer trimestre, y su crecimiento intertrimestral fue nulo en el segundo trimestre (véase gráfico 52). En este último trimestre, la producción de bienes de consumo no duradero se elevó, en tasa intertrimestral, mientras que la de los bienes de equipo, bienes intermedios y bienes de consumo duradero se redujo. La producción de energía se incrementó considerablemente tras la caída anterior, que fue atribuible a las suaves temperaturas del invierno en algunas zonas de Europa. Los resultados de las encuestas PMI y de la Comisión Europa apuntan a mayores niveles de actividad en el segundo trimestre. Estas señales incluían unas condiciones de demanda ligeramente mejores que en el primer trimestre, como indicaban las encuestas de opinión de la Comisión Europea.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo se han deteriorado, señalando, en líneas generales, solo una expansión moderada de la actividad industrial en el tercer 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 que el total de nuevos pedidos, pasó a ser negativo en tasa intertrimestral en el segundo trimestre de 2014, situándose en el -0,2%. Los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que el nivel de las órdenes de pedidos, que ha venido aumentando desde comienzos de 2013, empeoró marginalmente en julio y agosto de 2014 en relación con el segundo trimestre. Además, en el mismo período, los índices PMI de producción de las manufacturas y de nuevos pedidos cayeron por debajo de los niveles registrados en el segundo trimestre, aunque seguían por

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

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

- Bienes de equipo
- Bienes de consumo
- Bienes intermedios
- Energía
- .... Total, excluida la construcción



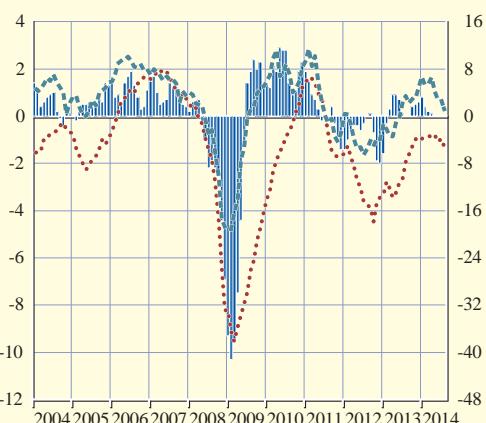
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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)

- Producción industrial<sup>1)</sup> (escala izquierda)
- .... Confianza industrial<sup>2)</sup> (escala derecha)
- PMI de producción de las manufacturas<sup>3)</sup> (escala derecha)



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.

encima de 50, el umbral teórico de expansión (véase gráfico 53). Asimismo, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea también registró un valor ligeramente inferior a la media correspondiente al segundo trimestre.

### **CONSTRUCCIÓN**

Continuando la tendencia positiva que se inició a mediados de 2013, el valor añadido de la construcción se incrementó un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014. Este incremento está en línea con el sólido avance intertrimestral de la producción de la construcción, que aumentó un 1,6%, impulsada por las condiciones meteorológicas tan suaves observadas en varios países de la zona del euro. En el segundo trimestre del presente año, el índice de producción de la construcción registró un descenso de un 0,6%, en tasa intertrimestral, y todos los demás indicadores de corto plazo también se deterioraron significativamente con respecto a sus resultados para el primer trimestre, lo que apunta a una evolución general más débil durante el segundo trimestre. Por ejemplo, los indicadores PMI de producción de la construcción y de nuevos pedidos siguieron mostrando niveles inferiores a 50, lo que indica una contracción de la actividad. En el segundo semestre del año, cabe esperar un ligero incremento de la actividad constructora, como consecuencia de la mejora de la renta de los hogares y de las condiciones de financiación. No obstante, estas mejoras seguirán siendo moderadas, dado que, en julio, los indicadores PMI se mantuvieron en niveles muy inferiores a 50. Además, aunque los indicadores de confianza de la construcción y de nuevos pedidos de la Comisión Europea mejoraron ligeramente en julio, en comparación con los valores registrados en el segundo trimestre, retrocedieron de nuevo en agosto, y permanecieron significativamente por debajo de sus respectivas medias históricas.

### **SERVICIOS**

El valor añadido de los servicios creció un 0,2% en el primer trimestre, por cuarto trimestre consecutivo. Este crecimiento fue generalizado en todos los subsectores, excepto en la actividad inmobiliaria, que registró un descenso. Las contribuciones más positivas procedieron de los servicios de mercado, en concreto, del comercio, transporte, alojamiento y alimentación, así como de los servicios financieros y de seguros. El nivel de actividad, medido por el valor añadido real, se situó un 5% por encima del nivel anterior a la crisis en el caso de los servicios no de mercado (que incluyen la administración pública, la educación, la sanidad y los servicios sociales) y próximo a su máximo anterior en el caso de los servicios de mercado. Las encuestas apuntan a un nuevo avance del valor añadido de los servicios en el segundo trimestre de este año. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios siguió aumentando, hasta alcanzar el nivel más elevado desde el segundo trimestre de 2011. Del mismo modo, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea también registró una mejora y se situó en niveles que no se habían observado desde el verano de 2011.

De cara al futuro, se espera que la recuperación del sector servicios continúe en el tercer trimestre. En el período de tres meses hasta julio no se observaron restricciones de demanda específicas; al menos, y a pesar de un ligero deterioro, la proporción de empresas de servicios que informaron de que la demanda insuficiente constitúa una limitación para su actividad se mantuvo próxima a su media de largo plazo. Las restricciones financieras siguieron reduciéndose, si bien continuaron siendo una limitación importante para las empresas de servicios. Además, sobre la base de los indicadores de opinión disponibles para los dos primeros meses del tercer trimestre, se prevé que el valor añadido de los servicios continúe su tendencia expansionista. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios mejoró aún más en los dos primeros meses del tercer trimestre, y su nivel de 53,9 muestra el sólido crecimiento de la actividad en este sector. Al mismo tiempo, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea se situó ligeramente por debajo del nivel registrado en el segundo trimestre y, si bien siguió siendo positivo, se mantuvo por debajo de su media de largo plazo y de los niveles registrados a

principios de 2011. La confianza fue relativamente elevada y mejoró adicionalmente en el caso de las agencias de viajes, los operadores turísticos y otros servicios de reservas y actividades relacionadas. Según la encuesta de servicios de la Comisión Europea, la demanda esperada en los próximos meses registró un ligero descenso en los dos primeros meses del tercer trimestre en comparación con el trimestre anterior y, por lo tanto, se mantuvo por debajo de su media de largo plazo. El índice PMI de actividad comercial futura (dentro de doce meses) disminuyó de nuevo en los dos primeros meses del tercer trimestre, permaneciendo levemente por debajo de su media de largo plazo. Esta evolución está en consonancia con la recuperación económica sostenida, pero moderada, en curso.

### 4.3 MERCADO DE TRABAJO

Los mercados de trabajo de la zona del euro han mostrado señales incipientes de mejora desde la primavera de 2013, en línea con la moderada recuperación de la actividad económica. El desempleo ha experimentado descensos intertrimestrales sucesivos desde mediados de 2013 y el crecimiento intertrimestral del empleo había returnedo a niveles positivos a finales de año. Pese a la ligera mejora general registrada en la zona del euro, las cifras siguen siendo muy diferentes 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 primer trimestre de 2014, tras observarse un crecimiento igualmente débil en el trimestre anterior (véase cuadro 11). Detrás del moderado crecimiento a escala agregada de la zona del euro, siguen registrándose marcadas diferencias entre los países, aunque estas son menores que en 2013. A nivel sectorial, el empleo creció ligeramente en el primer trimestre de 2014 tanto en los servicios como en la industria, excluida la construcción, (un 0,2 % y un 0,1 %, en tasa intertrimestral, respectivamente), mientras que siguió disminuyendo en la construcción (-1 %, en tasa intertrimestral).

Pese al escaso crecimiento del empleo en el primer trimestre, el total de horas trabajadas registró un leve descenso, de un 0,1 % en tasa intertrimestral, revirtiéndose así la mejora observada en el último

**Cuadro 11 Crecimiento del empleo**

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

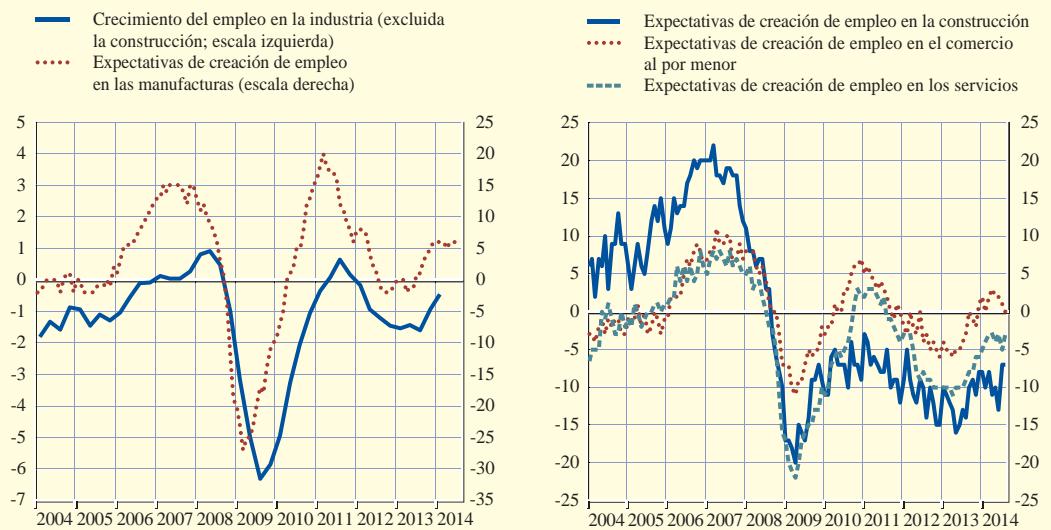
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2012	2013	2013 III	2013 IV	2014 I	2012	2013	2013 III	2013 IV	2014 I
Total de la economía	-0,6	-0,8	0,0	0,1	0,1	-1,4	-1,1	-0,1	0,1	-0,1
Del cual:										
Agricultura y pesca	-1,9	-1,4	-0,4	-0,5	0,0	-2,9	-1,0	-0,1	-0,1	0,7
Industria	-2,1	-2,3	-0,4	0,0	-0,2	-3,3	-2,4	-0,2	-0,3	-0,2
Excluida la construcción	-0,9	-1,4	-0,4	0,2	0,1	-2,0	-1,2	-0,1	-0,1	0,1
Construcción	-4,7	-4,6	-0,4	-0,5	-1,0	-6,1	-5,0	-0,6	-0,9	-0,7
Servicios	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,2	-0,7	-0,7	0,0	0,2	-0,2
Comercio y transporte	-0,8	-0,8	-0,1	0,2	-0,1	-1,6	-1,2	-0,1	0,1	-0,2
Información y comunicaciones	1,2	0,0	-0,3	0,6	0,1	0,6	-0,1	-0,5	0,7	-0,2
Actividades financieras y de seguros	-0,4	-0,7	0,1	-0,1	0,0	-0,9	-0,8	0,1	-0,1	-0,4
Actividades inmobiliarias	-0,4	-1,9	0,3	-1,2	1,5	-1,1	-2,4	-1,0	-1,5	1,3
Actividades profesionales	0,7	0,4	0,5	0,1	0,4	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,4
Administración pública	-0,3	-0,2	0,2	0,3	0,2	-0,5	-0,5	0,1	0,6	-1,0
Otros servicios <sup>1)</sup>	0,6	0,0	0,3	0,1	0,4	-0,1	-0,5	0,3	0,1	1,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### 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.

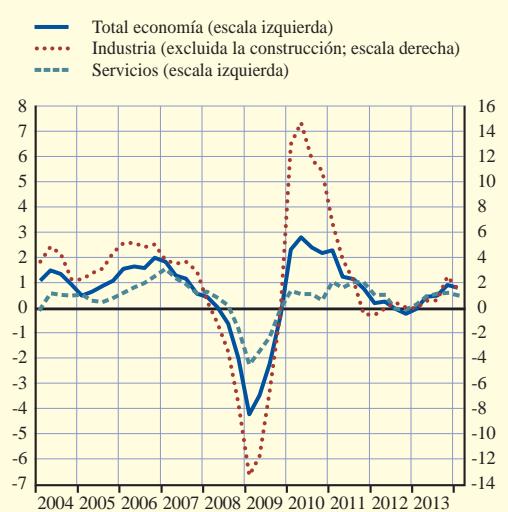
trimestre de 2013, lo que sugiere una estabilización del agregado de horas trabajadas en ausencia de una recuperación sólida.

Los resultados de las encuestas de empleo correspondientes al segundo trimestre de 2014 y a principios del tercer trimestre indican una ligera mejora adicional del empleo en el segundo trimestre del año y señales de estabilización a comienzos del tercero (véase gráfico 54). Los indicadores adelantados también apuntan a una cierta estabilización en las condiciones del mercado de trabajo en los próximos trimestres.

La productividad del trabajo por persona ocupada aumentó un 0,8%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2014, similar al crecimiento observado en el último trimestre de 2013 (véase gráfico 55). La productividad por hora trabajada se moderó ligeramente, hasta el 0,4%, en tasa interanual, tras un fuerte crecimiento (del 0,7%) en los dos trimestres anteriores. La reciente evolución del crecimiento de la productividad en la zona del euro refleja en gran medida el repunte de carácter cíclico del crecimiento interanual del producto que se inició en el segundo semestre de 2013. Se prevé que el crecimiento de la productividad continúe estabilizándose en los próximos meses, ya que es probable que la recuperación de la activi-

### Gráfico 55 Productividad del trabajo por persona ocupada

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

dad económica en curso se vea acompañada de un aumento del empleo.

En consonancia con la evolución reciente de los mercados de trabajo, la tasa de paro de la zona del euro continuó disminuyendo en torno a un 0,1 punto porcentual al trimestre desde su máximo del 12%, alcanzado en el segundo trimestre de 2013, hasta una media del 11,6% en el segundo trimestre de 2014 (véase gráfico 56). Los últimos datos mensuales sugieren que la caída del desempleo parece que va a proseguir, con una nueva reducción de 0,1 puntos porcentuales, en tasa intermensual, en junio de 2014, seguida de una evolución estable en julio, con una tasa de desempleo del 11,5%. Mientras que las caídas recientes parecen haber sido compartidas de forma generalizada en todos los grupos de edad y sexo, las tasas de paro siguen siendo muy diferentes entre las distintas economías de la zona del euro.

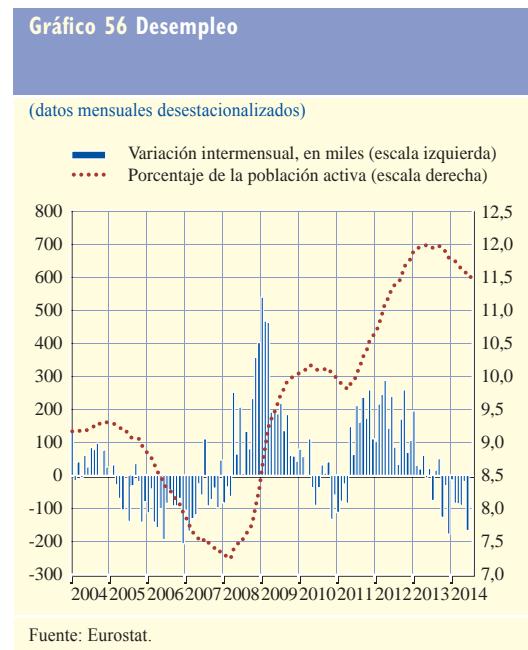
De cara al futuro, pese a algunos meses de volatilidad, se prevé que la tasa de desempleo disminuya aún más en los próximos trimestres, aunque a un ritmo lento.

#### 4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En lo que se refiere al tercer trimestre, los datos de las encuestas disponibles hasta agosto indican una pérdida de dinamismo del crecimiento de carácter cíclico, al tiempo que se mantienen acordes con una expansión moderada. El abanico de medidas de política monetaria, las mejoras en curso en las condiciones de financiación, los progresos realizados en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales, así como unos precios de la energía más bajos que sostienen la renta real disponible, deberían respaldar la demanda interna. Además, la demanda de exportaciones debería verse favorecida por la recuperación mundial. Asimismo, es probable que el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva sin utilizar, el sostenido crecimiento negativo de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando la recuperación.

Todo lo anterior se refleja en las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, que prevén que el PIB real aumente un 0,9% en 2014, un 1,6% en 2015 y un 1,9% en 2016. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, las previsiones de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja tanto para 2014 como para 2015 y al alza para 2016 (véase el artículo titulado «Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro»).

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. En concreto, la pérdida de dinamismo económico podría frenar la inversión privada, y los mayores riesgos geopolíticos podrían tener un nuevo efecto negativo sobre la confianza empresarial y de los consumidores. Otro riesgo a la baja está relacionado con una aplicación insuficiente de las reformas estructurales en los países de la zona del euro.



## 5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las estadísticas de finanzas públicas de la zona del euro más recientes, el déficit público de la zona continuó descendiendo durante el primer trimestre de 2014, mientras que la deuda en relación con el PIB siguió incrementándose. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, el déficit de la zona se reducirá de forma gradual desde el 3% del PIB en 2013 hasta el 1,9% del PIB en 2016, y la ratio de deuda registrará un máximo en 2014.

### EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2014 Y EN AÑOS POSTERIORES

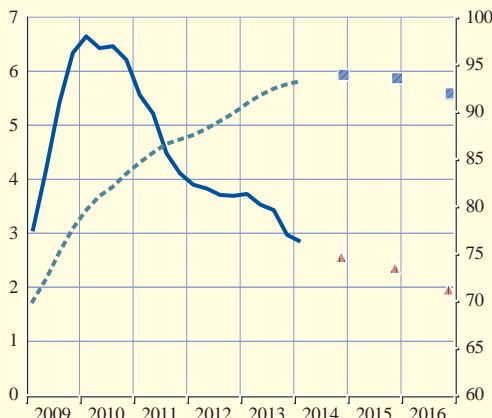
Según las estadísticas de finanzas públicas de la zona del euro más recientes, el déficit público de la zona continuó descendiendo en el primer trimestre de 2014. Como se muestra en el gráfico 57, la suma móvil de cuatro trimestres del déficit de la zona, es decir, el déficit acumulado en los cuatro últimos trimestres, ascendió al 2,8% del PIB en el primer trimestre de este año, frente al 3% del PIB registrado en el trimestre anterior. Esa mejora fue consecuencia principalmente de un crecimiento más acusado de los ingresos públicos, que superó el aumento del gasto público en el primer trimestre (véase gráfico 58). De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, el déficit continuará disminuyendo hasta situarse en el 2,6% del PIB en 2014, frente al 3% de 2013<sup>1</sup>. De cara al futuro se prevé que la consolidación fiscal prácticamente se paralice en 2015 y 2016, como también indica la orientación básicamente neutral de las políticas fiscales (véase recuadro 6). Se espera que el déficit público de la zona del euro siga reduciéndose de forma gradual, principalmente como resultado de la mejora prevista del entorno macroeconómico, y que se sitúe en el 1,9% del PIB en 2016.

1 Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», en esta edición del Boletín Mensual.

**Gráfico 57 Ratios de déficit y de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro**

(sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

- Ratio de déficit
- ▲ Ratio anual de déficit (proyecciones de los expertos del BCE)
- - - Ratio de deuda
- Ratio anual de deuda (proyecciones de los expertos del BCE)

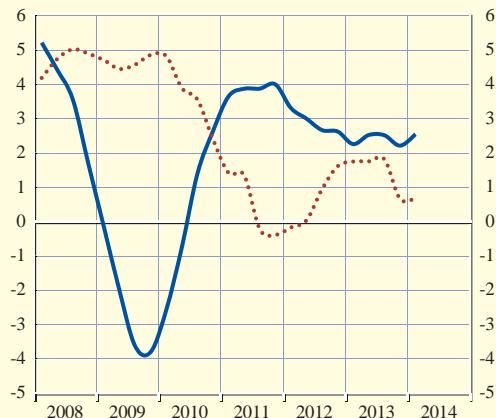


Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat y en datos nacionales, y en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2014.

**Gráfico 58 Total de ingresos y gasto**

(sumas móviles de cuatro trimestres de la tasa de crecimiento interanual)

- Total ingresos (trimestral)
- Total gasto (trimestral)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat y en datos nacionales.  
Notas: Los datos se refieren a las Administraciones Públicas. Sumas móviles de cuatro trimestres para el período comprendido entre el primer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2014.

En cuanto a los datos más recientes sobre la evolución de la deuda pública bruta de la zona del euro, la suma móvil de cuatro trimestres de la deuda en relación con el PIB continuó aumentando, situándose en el 93,2 % en el primer trimestre de 2014 (véase gráfico 57). De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, la ratio de deuda se incrementará hasta alcanzar el 93,9 % del PIB en 2014, como consecuencia de un efecto adverso del diferencial entre crecimiento y tipos de interés y del ajuste entre déficit y deuda (este último relacionado, en gran medida, con el apoyo prestado al sector financiero no contabilizado en el déficit), que se espera que superen el superávit primario en 2014. Dado que se augura que el efecto de estos dos primeros factores revierta en 2015 y en años posteriores, se prevé que la ratio de deuda descienda a partir de 2015.

#### Recuadro 6

#### EL SALDO ESTRUCTURAL COMO INDICADOR DE LA POSICIÓN PRESUPUESTARIA SUBYACENTE

El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas ha fluctuado enormemente en los últimos años. La evolución cíclica de la economía ha sido, sin duda, un importante factor determinante de dicha fluctuación, y las medidas discrecionales de los Gobiernos —en forma de estímulos fiscales y medidas de consolidación— también han tenido un efecto muy considerable. Asimismo, han contribuido factores especiales como los relacionados con las operaciones de rescate del sector financiero. El déficit público del conjunto de la zona del euro siguió situándose en el 3 % del PIB en 2013, mientras que en varios países de la zona fue significativamente más elevado.

Para la vigilancia presupuestaria, es importante entender la naturaleza de la evolución de las finanzas públicas y determinar la posición presupuestaria subyacente. Esta última ajusta el saldo público total por el impacto del ciclo económico (componente cíclico), así como por medidas de carácter transitorio adoptadas por los Gobiernos, como ingresos extraordinarios (por ejemplo, las ventas de licencias de telecomunicaciones) o transferencias de capital extraordinarias (por ejemplo, la ayuda financiera al sector bancario).

Todo ello se suele reflejar en la estimación del saldo estructural, que puede interpretarse como la parte de la posición fiscal que prevalecería si la economía funcionara a su potencial<sup>1</sup>. Sin embargo, las estimaciones del saldo estructural están rodeadas de una incertidumbre considerable en lo que se refiere a la determinación del ciclo, así como al tamaño y a la naturaleza de las medidas transitorias. Además, existen diferencias en la metodología utilizada para estimarlo. La estimación del SEBC y la proyección del saldo público estructural de la zona del euro se han venido publicando en el Boletín Mensual desde diciembre de 2013 (para las estimaciones más recientes, véase cuadro 2). Este recuadro arroja cierta luz sobre las metodologías utilizadas por el SEBC y por la Comisión Europea para estimar el saldo público estructural.

#### Metodologías utilizadas para el ajuste cíclico del saldo público

El SEBC y la Comisión Europea aplican diferentes métodos para llevar a cabo el ajuste cíclico de los saldos públicos. También utilizan definiciones diferentes de las medidas de carácter transitorio y extraordinario, pero esto es menos significativo. La principal diferencia metodológica es que la

<sup>1</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Ajuste cíclico del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.

Comisión Europea<sup>2</sup> obtiene el componente cíclico directamente de la brecha de producción agregada (la diferencia entre el PIB observado y el producto potencial), mientras que el SEBC emplea una metodología fiscal específica que no se basa en la brecha de producción agregada.

La metodología de la Comisión Europea se fundamenta en la reacción del gasto y de los ingresos públicos a la desviación del producto agregado con respecto a su potencial. El componente cíclico del saldo presupuestario se calcula, pues, como el producto de la brecha de producción y un parámetro que refleja la reacción automática del saldo público al tamaño de la brecha de producción. Este parámetro, denominado semielasticidad, es específico de cada país y refleja las elasticidades estimadas de componentes presupuestarios individuales con respecto a la brecha de producción, así como al tamaño y estructura del sector público. Por consiguiente, en el enfoque de la Comisión, el componente cíclico tiende a seguir estrechamente el movimiento de la brecha de producción agregada. Por ello, en ausencia de medidas transitorias, el saldo público estructural está sincronizado con el saldo público sin ajustar cuando la economía funciona a su potencial.

La metodología fiscal específica del SEBC aplica lo que se conoce como «enfoque desagregado»<sup>3</sup>. La esencia de este enfoque es que las posiciones cíclicas se estiman por separado para las principales bases macroeconómicas, impositivas y de gasto, que determinan la evolución de componentes presupuestarios individuales, tales como los ingresos fiscales y las prestaciones por desempleo; en el caso de los impuestos, para aproximar el tamaño de las bases impositivas se utilizan principalmente los agregados de contabilidad nacional y sus previsiones. Por ejemplo, el gasto en consumo privado se emplea como base subyacente para los impuestos sobre el consumo y la remuneración de los asalariados se aplica como base para los impuestos sobre la renta de las personas físicas. De este modo, el enfoque del SEBC tiene en cuenta las diferencias entre las bases macroeconómicas individuales y su evolución cíclica. El componente cíclico de cada partida presupuestaria se calcula, pues, en función de la desviación del agregado macroeconómico relevante con respecto a su tendencia, utilizando una técnica de filtrado estadístico conocida como filtro de Hodrick-Prescott (HP), así como la elasticidad (estimada o calibrada) de la partida presupuestaria a este agregado. Sumando los componentes cíclicos de todas las partidas presupuestarias se obtiene, entonces, el componente cíclico total del saldo presupuestario. El resultado de este cálculo se compara con una estimación «agregada» alternativa del componente cíclico, basada en la desviación del PIB con respecto a su tendencia (utilizando también el filtro HP) y en la sensibilidad presupuestaria agregada. La diferencia entre los dos se suele denominar «efecto de composición». Esta diferencia, expresada como tasa de variación interanual, es una medida del efecto sobre el saldo presupuestario en relación con el PIB causado por variaciones en la composición del PIB real en comparación con la tendencia.

La ventaja principal del enfoque del SEBC es que permite explícitamente la identificación de tales efectos de composición. En el corto plazo, los efectos de composición aparecen si el movimiento cíclico de una base macroeconómica es distinto del correspondiente al PIB, lo que refleja, entre otras cosas, el hecho de que las bases impositivas suelen reaccionar con un desfase temporal a las variaciones en

2 El método de ajuste cíclico de la Comisión se basa en un trabajo previo llevado a cabo por la OCDE. Para una descripción detallada, véase G. Mourre, G.-M. Isbasoiu, F. Paternoster y M. Salto «The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update», *European Economy – Economic Papers*, n.º 478, Comisión Europea, marzo de 2013.

3 Para una descripción detallada del enfoque desagregado y de sus aplicaciones, véanse C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. Van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano y M. Tujula, «Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach», *Working Paper Series*, n.º 77, BCE, septiembre de 2001; y J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano y M. Spolander, «A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances», *Working Paper Series*, n.º 579, BCE, enero de 2006.

el entorno macroeconómico. Además, el enfoque del SEBC tiene en cuenta una posible disociación de las bases impositiva y de gasto con respecto al PIB total, debido, por ejemplo, a una variación permanente en la composición del crecimiento del PIB, lo que es importante porque la posición cíclica de las bases impositivas y de gasto subyacentes pueden ofrecer señales inadecuadas sobre la parte autorecorregora del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas.

Existen también diferencias metodológicas relacionadas con la determinación de la posición cíclica. La Comisión Europea estima la brecha de producción agregada a partir del enfoque de función de producción<sup>4</sup>. La ventaja principal de este enfoque es que permite una interpretación estructural en términos de las contribuciones del capital, el trabajo y la productividad total de los factores al PIB. No obstante, por lo general solo es viable para una estimación agregada de la brecha de producción, no para el enfoque desagregado del SEBC. El enfoque del SEBC emplea el filtro HP para calcular las posiciones cíclicas de las bases macroeconómicas subyacentes<sup>5</sup>. La ventaja de este enfoque estadístico, aparte de consideraciones de viabilidad, es que puede aplicarse mecánicamente y, por tanto, es transparente, ya que los resultados se pueden replicar con facilidad. Asimismo, es simétrico a lo largo del ciclo económico, dado que las desviaciones positivas y negativas de la tendencia se contrarrestan con el tiempo. Sin embargo, hay que tener en cuenta que las estimaciones de la posición cíclica no observable —utilizando cualquiera de los distintos métodos— están siempre rodeadas de una considerable incertidumbre, que se refleja asimismo en importantes revisiones de las estimaciones, incluso después de transcurrido un largo período de tiempo.

### Estimaciones del saldo estructural

En el gráfico, se muestran las estimaciones del saldo estructural publicadas por el SEBC y por la Comisión Europea, junto con las cifras correspondientes del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (sin ajustar). Aun cuando las medidas empleadas por el SEBC y por la Comisión presentan una amplitud similar desde el punto de vista cualitativo, sus niveles difieren marcadamente en muchos de los años. Esto sucede especialmente en 2009 y 2010, los años posteriores al inicio de la crisis financiera. La acusada caída de la brecha de producción agregada en 2009 se debió principalmente al descenso observado en componentes con escaso efecto sobre los ingresos fiscales, en particular, de la inversión privada, mientras que las bases impositivas de las principales partidas de ingresos, como la remuneración de los asalariados y el consumo privado, reaccionaron de una manera mucho menos marcada, y con un desfase temporal, a la caída repentina del PIB. Por consiguiente, en el enfoque desagregado, el empeoramiento de la posición presupuestaria solo se interpreta en menor medida como cíclico y en mayor medida como consecuencia de las variaciones estructurales en los Estados miembros.

Lo anterior plantea la pregunta relativa a qué factores son los que determinaron el fuerte deterioro del saldo estructural en el marco desagregado del SEBC en 2009. Buena parte de la respuesta se encuentra en las medidas de estímulo fiscal adoptadas en la mayoría de los países de la zona del euro en respuesta a la crisis financiera mundial. Además, el estallido de la burbuja inmobiliaria provocó una reducción significativa de los ingresos, que se interpreta como estructural porque no se espera que se recuperen ni siquiera después de que se cierre totalmente la brecha de producción. Por lo tanto, en estos años el enfoque del SEBC, comparado con el utilizado por la Comisión, indica un

4 Este enfoque se explica de manera más detallada en F. D'Auria, C. Denis, K. Havik, K. Mc Morrow, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, y A. Rossi, «The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps», *European Economy – Economic Papers*, n.º 420, Comisión Europea, julio de 2010.

5 La aplicación del filtro HP supone la selección de un parámetro de suavizado  $\lambda$ , que impone un compromiso entre la suavidad de la tendencia y su ajuste a los datos observados. Las estimaciones del SEBC se basan en una elección de  $\lambda = 30$ .

componente cíclico menor, y un componente estructural mayor, del saldo presupuestario<sup>6</sup>. La magnitud de la mejora estructural posterior es similar en ambos enfoques y refleja principalmente los considerables efectos de la consolidación fiscal.

### Conclusiones

Las estimaciones del saldo estructural son necesarias para determinar la posición presupuestaria subyacente. No obstante, aparte de la incertidumbre general que rodea a cualquier estimación de la posición cíclica de la economía, existen también diferentes maneras de estimar el componente cíclico del saldo presupuestario. A efectos del análisis macroeconómico, como delimitar el grado de holgura de la economía y posibles presiones inflacionistas, las organizaciones internacionales utilizan una diversidad de métodos para estimar la brecha de producción<sup>7</sup>. La Comisión Europea emplea una metodología para el ajuste cíclico del saldo presupuestario que también está relacionada directamente con la brecha de producción agregada. En cambio, el SEBC aplica una metodología fiscal específica, conocida como el «enfoque desagregado». Esto significa, a su vez, que la estimación del SEBC del componente cíclico del saldo presupuestario no puede utilizarse para inferir la brecha de producción agregada y, por lo tanto, no proporciona indicación alguna de la determinación y la predicción del SEBC de la posición cíclica de la zona del euro. La ventaja principal del enfoque desagregado utilizado por el SEBC es que tiene en cuenta las diferencias entre las bases macroeconómicas individuales y su evolución cíclica, por lo que permite una estimación más precisa de la posición presupuestaria subyacente.

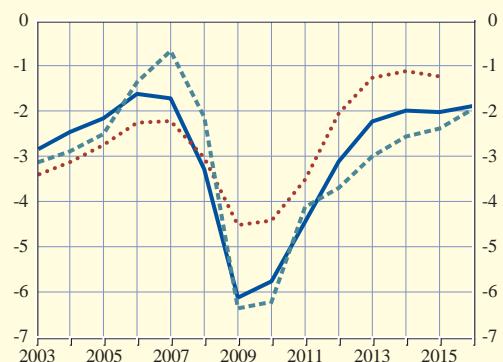
6 Ademá, en 2010 las diferencias en el cálculo de los efectos de carácter extraordinario y transitorio contribuyeron en 0,4 puntos porcentuales del PIB a la brecha entre las dos medidas.

7 Véase el recuadro titulado «Slack in the euro area economy», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2014.

### Comparación del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas y las estimaciones del saldo estructural en la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

— Saldo estructural-SEBC  
··· Saldo estructural-Comisión Europea  
- - - Saldo presupuestario de las AAPP



Fuentes: BCE, Comisión Europea y Eurostat.

Nota: Los valores para el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en 2014 y 2015 son proyecciones de los expertos del BCE, que figuran en el cuadro 2.

A continuación se presenta la evolución presupuestaria reciente en los países más grandes de la zona del euro y en los países actualmente acogidos a un programa de ajuste de la UE y el FMI o que lo han concluido recientemente.

En Alemania, los datos de las cuentas nacionales correspondientes al primer semestre de 2014 muestran un superávit de alrededor del 0,6% del PIB anual<sup>2</sup>, lo que representa un aumento de 0,2 puntos porcentuales en comparación con el mismo período de 2013. Esta evolución apunta a que este país ha superado los objetivos fiscales en 2014. De acuerdo con la actualización del programa de estabilidad de 2014 y con el proyecto de plan presupuestario revisado, de 8 de abril de 2014, los objetivos del Gobierno básicamente no se han modificado y prevén mantener un saldo equilibrado en términos nominales entre 2014 y 2016 y registrar superávits del 0,5% del PIB en 2017 y 2018. En términos estructurales se espera un

2 El «PIB anual» se refiere al PIB registrado en el año natural, que es el utilizado para elaborar las previsiones oficiales.

superávit constante del 0,5% del PIB, que superaría el objetivo presupuestario a medio plazo (OMP), esto es, un déficit estructural del 0,5% del PIB. El Gobierno alemán tiene previsto lograr una reducción sustancial de la ratio de deuda en los próximos años, yendo más allá de los requisitos establecidos en el contexto de la estrategia nacional de «freno a la deuda», del OMP del país y del valor de referencia de reducción de la deuda establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

En Francia, los datos de los presupuestos públicos en términos de caja, para el período de seis meses hasta junio de 2014, arrojan un déficit de aproximadamente el 3% del PIB anual, es decir, no se han registrado mejoras con respecto a los datos sobre ejecución presupuestaria del mismo período del año anterior. Tras realizar una revisión a la baja de sus previsiones de crecimiento económico, el Gobierno francés señaló recientemente que el objetivo de déficit para 2014 (el 3,8% del PIB) no se cumplirá por un margen significativo. Además, a partir de los planes actuales, se espera que la mejora acumulada del saldo estructural sea considerablemente inferior a la exigida en la recomendación formulada en junio de 2013 en el contexto del PDE (una mejora estructural de 2,9 puntos porcentuales). En vista del mayor riesgo de incumplimiento del plazo para la corrección del déficit excesivo el año 2015 y con el fin de asegurar que se respeten íntegramente las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es necesario adoptar medidas de consolidación adicionales en el proyecto de plan presupuestario para ese año.

En Italia, las Administraciones Públicas registraron un déficit de aproximadamente el 1,6% del PIB anual en el primer trimestre de 2014 (según la metodología del SEC 95). Esto supone una mejora de 0,2 puntos porcentuales con respecto al mismo período del año pasado, y puede atribuirse fundamentalmente a la disminución del gasto público, especialmente de los gastos de capital, mientras que los ingresos se han mantenido prácticamente constantes en porcentaje del PIB anual. Los datos de los presupuestos públicos más recientes disponibles sobre la recaudación tributaria para el período de seis meses hasta junio de 2014 apuntan a un descenso de alrededor del 0,1% del PIB anual en comparación con el mismo período del año anterior. Sin embargo, este descenso puede explicarse por las diferencias en el calendario de pago de impuestos, especialmente en lo que se refiere a la tributación de los autónomos y a los impuestos sobre la propiedad. Persisten riesgos para la consecución del objetivo de déficit del Gobierno para 2014 (el 2,6% del PIB), particularmente en vista de una evolución económica más adversa de lo esperado. De cara al futuro es importante seguir reforzando la política fiscal del país, con el fin de asegurar el cumplimiento de los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, sobre todo en lo que concierne a la reducción de la deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB.

En España, la deuda de las Administraciones Públicas (excluidas las Corporaciones Locales) según las cuentas nacionales (PDE) entre enero y mayo ascendió al 2,3% del PIB anual, frente al 2,7% registrado en ese mismo período en 2013 (o al 2,5% si se excluye el impacto del apoyo prestado a instituciones financieras). A finales de junio, la deuda de las Administraciones Públicas se situó en el 96,8% del PIB anual, frente al 93,9% del final de 2013. En la segunda mitad de junio, el Gobierno dio a conocer los principales aspectos de su reforma fiscal que, entre otras cosas, simplifica y reduce el impuesto sobre la renta y el impuesto de sociedades. Esta reforma tiene por objeto estimular el crecimiento y la creación de empleo, si bien es probable que suponga una pérdida neta de ingresos. En el contexto de una recuperación económica más fuerte de lo previsto es posible que se alcance el objetivo de déficit fijado en el PDE para este año (el 5,8% del PIB) e incluso el objetivo más ambicioso del Gobierno (el 5,5% del PIB). No obstante, la reforma fiscal y el hecho de que el gasto haya tocado fondo parecen dificultar el cumplimiento de los objetivos de déficit del PDE para 2015 (el 4,2% del PIB) y 2016 (el 2,8% del PIB).

En Grecia, los datos más recientes indican que es posible cumplir el objetivo del programa de lograr un superávit primario del 1,5% del PIB. Los riesgos para las perspectivas fiscales a corto plazo tienen su

origen en la incertidumbre existente en torno al impacto de las amplias reformas del impuesto sobre la renta introducidas este año, así como en las resoluciones judiciales adversas adoptadas en relación con anteriores recortes de los salarios y de las pensiones en determinadas profesiones, y en la tensa situación financiera del sector sanitario. Para los años posteriores a 2014 existen considerables brechas fiscales en comparación con los objetivos más ambiciosos de superávit primario, el 3% y el 4,5% del PIB en 2015 y 2016, respectivamente. Será necesario debatir las soluciones que se propongan para abordar estas brechas en el contexto de la preparación de los presupuestos de 2015 y de la próxima evaluación del programa en otoño de 2014.

En Chipre, los datos de las Administraciones Públicas en términos de caja apuntan a un superávit primario del 1,1% del PIB anual en el primer semestre de 2014. La quinta misión de evaluación del programa de ajuste de la UE y el FMI tuvo lugar en julio y se llegó a la conclusión de que los objetivos fiscales establecidos para el primer semestre de este año se habían cumplido con un margen significativo, como consecuencia de una ejecución presupuestaria prudente que, si continuaba durante el resto del año, se traduciría en un holgado cumplimiento del objetivo del 1,6% del PIB fijado para 2014. El objetivo del programa es registrar un superávit primario del 1,2% del PIB en 2016, de acuerdo con el plazo de 2016 fijado en el PDE, para que el déficit se reduzca hasta situarse por debajo del 2,8% del PIB y cumplir la exigencia de que se alcance un superávit primario del 4% del PIB para 2018, a fin de que la deuda pública se sitúe en una senda descendente y sostenible.

En Irlanda, los datos en términos de caja para los siete meses hasta julio indican que el déficit fue de aproximadamente el 3% del PIB anual, lo que representa una mejora de unos 0,5 puntos porcentuales en comparación con el perfil presupuestario y de 1,4 puntos porcentuales con respecto al mismo período del año anterior. Esta evolución estuvo impulsada por unos ingresos mayores de lo esperado, especialmente de los procedentes del IVA, y del descenso del gasto, en particular de los costes derivados del servicio de la deuda, mientras que el nivel de gasto sanitario superó el objetivo del Gobierno, con lo que continúa constituyendo una fuente de riesgo fiscal. En vista de los datos publicados recientemente, parece que tanto el objetivo de déficit público asociado al PDE para 2014, cifrado en el 5,1% del PIB, como el objetivo presupuestario más ambicioso, del 4,8% del PIB, pueden lograrse sin problemas.

En Portugal, los datos de las Administraciones Públicas en términos de caja para el período comprendido entre enero y julio apuntan a un déficit de alrededor del 3,5% del PIB anual, lo que constituye un empeoramiento de 0,2 puntos porcentuales en comparación con el mismo período del año anterior. Se espera que varias resoluciones del Tribunal Constitucional, emitidas entre finales de mayo y mediados de agosto de 2014, provoquen un deterioro de los presupuestos de 2014 que en total será equivalente a aproximadamente el 0,3% del PIB. Después de que, el 30 de mayo, el Tribunal Constitucional portugués declarara inconstitucionales algunas de las medidas de consolidación adoptadas, principalmente las relacionadas con los salarios públicos, más recientemente ha fallado a favor de las restantes medidas incluidas en los presupuestos de 2014. El Tribunal también consideró constitucional un recorte salarial para 2014-2015, que compensa parcialmente el impacto de la decisión adoptada en mayo. Con todo, una medida relativa a las pensiones que se pretendía incluir en los presupuestos de 2015 se declaró inconstitucional. Las autoridades portuguesas reiteraron su compromiso de adoptar otras medidas para contrarrestar el impacto presupuestario de los fallos judiciales en 2014 y 2015.

### **RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL**

Pese a los progresos realizados para seguir reduciendo los desequilibrios presupuestarios, los niveles de deuda de las Administraciones Públicas continúan siendo elevados y están aumentando en muchos países de la zona del euro. Por lo tanto, aunque el ritmo de consolidación puede ser considerablemente más

lento que en el momento álgido de la crisis, son necesarios ajustes adicionales que sean acordes con los planes a medio plazo para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en la zona del euro en su conjunto. A principios de julio de 2014, los ministros de Finanzas de la UE concluyeron el Semestre europeo formulando recomendaciones específicas por país para la zona del euro y para los 26 países de la UE no acogidos a un programa de asistencia financiera (véase recuadro 7). Las recomendaciones específicas instaban a la mayoría de los países de la zona a que refuerzen sus estrategias presupuestarias en 2014. Para continuar erradicando los desequilibrios fiscales existentes en los países de la zona es importante que los proyectos de planes presupuestarios para 2015, que deben presentarse a la Comisión Europea para mediados de octubre, recojan íntegramente las recomendaciones específicas por país y que, en particular, especifiquen las medidas necesarias para garantizar el cumplimiento de los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En consonancia con las orientaciones ofrecidas en el contexto del Semestre europeo, los proyectos de planes presupuestarios deben centrarse en conseguir impulsar el crecimiento. A tal fin, la reducción del gasto improductivo puede liberar recursos para preservar el gasto productivo y reducir la elevada presión fiscal sobre el empleo.

El marco de gobernanza fiscal reforzado, que entró en vigor a finales de 2011, ha demostrado el compromiso de los Gobiernos de la UE para superar la crisis de la deuda soberana y restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo. En la reunión del Consejo Europeo celebrada los días 26 y 27 de junio de 2014, los jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros de la UE coincidieron en que la consolidación fiscal debe continuar con un enfoque diferenciado y que promueva el crecimiento, así como en que las normas vigentes del Pacto de Estabilidad y Crecimiento proporcionan suficiente flexibilidad para tener en cuenta una evolución económica adversa y los costes presupuestarios a corto plazo derivados de importantes reformas estructurales, como las de los sistemas de pensiones<sup>3</sup>. En este contexto, la Comisión Europea debe revisar antes de finales de este año las modificaciones introducidas en el marco de gobernanza en 2011 y 2013 por los reglamentos que componen el «six-pack» y el «two-pack», respectivamente. En general, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento actúa como ancla de la confianza, y el marco de gobernanza fiscal reforzado es sólido y se centra en preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas. No parece haber gran necesidad de modificar los reglamentos. Una lección clave extraída de la crisis es que las normas —que deben ser efectivas en su contribución al mantenimiento de la sostenibilidad fiscal— han de aplicarse con mayor coherencia. Esto es esencial para lograr la credibilidad del nuevo marco de gobernanza y evitar la reaparición de desequilibrios fiscales con efectividad.

3 Véanse las conclusiones del Consejo Europeo del 26 y 27 de junio de 2014, que pueden consultarse en [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ec/143478.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/143478.pdf)

#### Recuadro 7

#### RECOMENDACIONES ESPECÍFICAS DE POLÍTICA FISCAL POR PAÍS EN EL CONTEXTO DEL SEMESTRE EUROPEO 2014

El 8 de julio de 2014, el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros adoptó recomendaciones específicas de política económica y fiscal para 26 países de la Unión Europea no sujetos a un programa de asistencia financiera, es decir, para todos los Estados miembros excepto Chipre y Grecia, concluyendo así formalmente el Semestre europeo 2014<sup>1</sup>. Las recomendaciones ofrecen dictámenes sobre

1 Las recomendaciones se basaron en propuestas adoptadas por la Comisión Europea el 2 de junio de 2014 y refrendadas por el Consejo Europeo los días 26 y 27 de junio, concluyendo así el Semestre europeo 2014. Para un análisis del Semestre europeo 2014, véase el recuadro titulado «Principales retos para la supervisión de las políticas económicas y presupuestarias en el marco del Semestre europeo 2014», en el Boletín Mensual de marzo de 2014.

**Cuadro A Recomendaciones específicas de política fiscal por país en 2014 y 2015**

País	Compromiso asumido en el PEC (variación del saldo estructural en porcentaje del PIB si no se ha alcanzado el OMP)		Previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea (variación del saldo estructural en porcentaje del PIB)		Brecha anual de consolidación (diferencia entre las previsiones y el compromiso si no se ha alcanzado el OMP)		Recomendación específica por país sobre la estrategia presupuestaria			
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015		
<b>Componente preventivo</b>										
Bélgica	0,5	0,6	0	-0,2	-0,5	-0,8	reforzar	fortalecer sustancialmente		
Alemania	en el OMP	en el OMP	-0,2	-0,4	en el OMP	en el OMP	velar por el cumplimiento del OMP			
Estonia	0	0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,7	reforzar	fortalecer sustancialmente		
Italia	0,7	0,7	0,1	0,1	-0,6	-0,6	reforzar	fortalecer sustancialmente		
Letonia	en el OMP	0,5	-0,5	-0,4	0	-0,6**	mantener situación saneada	fortalecer		
Luxemburgo	en el OMP	0	-0,8	-1,9	en el OMP	-1,8	mantener situación saneada	fortalecer sustancialmente		
Países Bajos	0,5	0,5	0	0,5	-0,5	0	reforzar	fortalecer sustancialmente		
Austria	0,6	0,6	-0,1	0,1	-0,7	-0,5	reforzar	fortalecer sustancialmente		
Eslovaquia	0,1	0,1	-0,2	0,4	-0,3	0,3	reforzar	garantizar el ajuste exigido		
Finlandia	0	0,1	-0,3	0,6	-0,3	0,5	limitar la brecha al OMP	aplicar plan		
<b>Componente corrector (PDE)</b>										
Plazo fijado en el PDE	2014	Malta	0,7	0,6	0,1	-0,1	-0,6	-0,7	corregir el déficit según el PDE	fortalecer sustancialmente
	2015	Irlanda *	1,9	1,9	1,7	0,4	n.a.	n.a.	aplicar íntegramente	corregir el déficit según el PDE
	2016	Francia	0,8	0,8	0,6	0,4	-0,2	-0,4	reforzar la estrategia presupuestaria	
	2017	Portugal	1,4	0,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	aplicar las medidas necesarias	aplicar la estrategia revisada
	2018	Eslovenia	0,5	0,5	0,2	0,2	-0,3	-0,3	reforzar [...] en 2014 y años posteriores	
		España	0,8	0,8	0,4	-1,1	-0,4	-1,9	reforzar la estrategia presupuestaria a partir de 2014	

Fuentes: Recomendaciones específicas por país para 2014 (<http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester/documentsin-2014>) y previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea.

Notas: Los países mencionados en el cuadro incluyen los países de la zona del euro que no están sujetos a un programa de asistencia financiera (todos los Estados miembros, excepto Chipre y Grecia). El compromiso de esfuerzo de ajuste estructural en el marco del componente preventivo del PEC se basa en el valor de referencia del 0,5% del PIB por año, pero tiene en cuenta la ratio de deuda y la situación económica. El esfuerzo de ajuste estructural de Italia debe cumplir la regla sobre la deuda en el período de transición. Con arreglo al componente corrector del PEC, el compromiso de esfuerzo de ajuste estructural está relacionado con el que figura en las recomendaciones del Consejo sobre la corrección del déficit excesivo.

\* Irlanda estuvo sujeta a un PDE antes de la reforma que introdujeron los reglamentos que componen el «six-pack», por lo que debía alcanzar ajuste estructural medio por año al no disponer de objetivos anuales.

\*\* Incluidos los costes derivados de la reforma del sistema de pensiones.

los planes presupuestarios a medio plazo esbozados en los programas de estabilidad y convergencia que los países debían presentar a la Comisión Europea a mediados de abril. A tal fin, las orientaciones de política fiscal están diseñadas para velar por que los países cumplan el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado (PEC)<sup>2</sup>. Las orientaciones repercuten directamente en la elaboración y evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015, que se llevará a cabo en noviembre de este año<sup>3</sup>. Esto se debe a que el artículo 2 bis del Reglamento 1466/1997 exige que los Estados miembros tengan en cuenta las orientaciones que les hayan sido dirigidas con miras al desarrollo de sus políticas presupuestarias, antes de adoptar decisiones clave sobre los presupuestos nacionales de los años siguientes.

En este contexto, en este recuadro se analizan las recomendaciones específicas de política fiscal formuladas para los dieciséis países de la zona del euro en el contexto del Semestre europeo 2014 y se ponen de relieve las repercusiones para la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015 que los países deben presentar a mediados de octubre, como muy tarde.

#### Evaluación de las recomendaciones específicas de política fiscal por país

De acuerdo con las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, los esfuerzos de ajuste estructural realizados por la mayoría de los países de la zona del euro en 2014 no serán suficientes para cumplir los compromisos asumidos en el marco del PEC, y existe el riesgo de que los déficits aumenten en 2015 si se parte de una hipótesis de que «no se modifiquen las políticas» (véase cuadro A). De hecho, se espera que el esfuerzo estructural de la zona del euro en 2014 ascienda solo a alrededor del 0,15 % del PIB y que pase a ser negativo en 2015 (-0,11 % del PIB), sustancialmente inferior al ajuste estructural exigido a partir de los compromisos adquiridos por los países en el marco del PEC (el 0,5 % del PIB, en promedio, en 2014). También indica una respuesta insuficiente a los dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2014 emitidos por la Comisión Europea en noviembre de 2013, en los que se consideraba que únicamente dos países (Alemania y Estonia) habían elaborado planes que cumplían plenamente el PEC. En concreto, la Comisión también pidió a ocho países de la zona del euro que diseñaran medidas adicionales para cumplir los compromisos asumidos con arreglo al PEC<sup>4</sup>.

Por ello, las recomendaciones específicas de política fiscal formuladas para cada país en el contexto del Semestre europeo 2014 instan a nueve de los dieciséis países de la zona del euro a que refuercen sus estrategias presupuestarias este año. Concretamente, se reclama que estos países adopten medidas adicionales para abordar el riesgo de incumplimiento del PEC (véase cuadro A)<sup>5</sup>. Del mismo modo, para 2015 se recomienda que los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona incluyan las medidas que se consideren necesarias para garantizar el cumplimiento del PEC. Para Alemania, el único país de la zona que está previsto que supere el nivel exigido en el PEC en 2014 y 2015, las recomendaciones en el ámbito fiscal contemplan el mantenimiento de una situación

2 Para más información sobre las reformas del PEC, véanse los recuadros titulados «Entrada en vigor de un marco de gobernanza económica reforzado», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011, y «The “two-pack” regulations to strengthen economic governance in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2013.

3 La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios se introdujo como un nuevo elemento de la vigilancia fiscal en la zona del euro a través de los reglamentos que componen el denominado «two-pack», que entraron en vigor el 30 de mayo de 2013.

4 Para más información sobre el resultado de la primera evaluación efectuada en este ejercicio en relación con los proyectos de planes presupuestarios para 2014, véase el recuadro titulado «Consolidación fiscal en la zona del euro: avances realizados y planes para 2014», en el *Boletín Mensual* de diciembre de 2013.

5 Incluye los dos países a los que la Comisión Europea había formulado una recomendación autónoma en marzo de este año, considerándose que Francia ha reaccionado adecuadamente, en general, a estas recomendaciones y Eslovenia parcialmente.

presupuestaria saneada, velar por el cumplimiento del objetivo presupuestario a medio plazo, al tiempo que se utiliza el margen disponible para aumentar las inversiones públicas en infraestructuras, educación e investigación y la eficiencia de estas inversiones. También contemplan la mejora de las condiciones que sigan respaldando la demanda interna, entre otras medidas mediante reducciones de los elevados impuestos y cotizaciones sociales, especialmente para los trabajadores con rentas bajas.

En el caso de los países sujetos al componente corrector del PEC, las recomendaciones se centran, en particular, en el riesgo de que los esfuerzos de ajuste estructural sean insuficientes para lograr los objetivos estructurales anuales o acumulados fijados en el contexto de los procedimientos de déficit excesivo (PDE). Para los países encuadrados en el componente preventivo del Pacto, las recomendaciones se ocupan principalmente del riesgo de que se produzca una desviación significativa de la senda de ajuste establecida para cumplir el objetivo presupuestario a medio plazo (OMP) de alcanzar un saldo estructural próximo al equilibrio o superavitario (Austria, Bélgica, Estonia, Países Bajos y Eslovaquia), de incumplimiento del valor de referencia para el gasto público (Austria, Bélgica, Estonia, Italia, Luxemburgo y Malta) y de incumplimiento de la regla sobre la deuda, que exige que la deuda superior al 60 % del PIB se reduzca, tras un período transitorio, una veinteava parte al año, en promedio (Bélgica e Italia). Para la zona del euro en su conjunto, se prevé que la brecha de consolidación con respecto a las exigencias del PEC sea equivalente al 0,6 % en 2015.

Las recomendaciones específicas de política presupuestaria por país para 2014 reflejan que un número creciente de países de la zona del euro ha pasado a estar sujeto a vigilancia presupuestaria en el contexto del componente preventivo del PEC<sup>6</sup>, o se le ha recomendado que ponga fin al componente corrector, el PDE, en los próximos años. El elemento clave de la vertiente preventiva es el OMP de alcanzar un saldo estructural próximo al equilibrio o superavitario<sup>7</sup>. Para cumplir las exigencias del componente preventivo, un país que no haya logrado su OMP debe mejorar su saldo estructural un 0,5 % al año como referencia, debiendo dedicar mayores esfuerzos en épocas de bonanza y menores en los malos tiempos<sup>8</sup>. Los reglamentos que componen el denominado «six-pack» y que entraron en vigor en noviembre de 2011 reforzaron la vigilancia fiscal en aplicación del componente preventivo. Estos reglamentos contemplan principalmente la posibilidad de imponer una sanción económica en caso de producirse una desviación significativa de la senda de ajuste hacia la consecución del OMP. Además, el pacto fiscal (*fiscal compact*) dispone que la Comisión Europea debe presentar «calendarios de convergencia» con el fin de asegurar que los Estados miembros que se desvían de su OMP converjan con rapidez hacia su consecución<sup>9</sup>. Los plazos fijados para alcanzar los OMP asociados a estos calendarios se incluyeron en las recomendaciones específicas por país para 2013. Como indica el cuadro B, varios países, entre ellos Austria, Bélgica, Francia e Italia, planean lograr sus objetivos más tarde de lo recomendado por el Consejo en 2013, mientras que España y Malta prevén alcanzar los suyos un año antes. Las recomendaciones específicas por país formuladas por el Consejo para

6 Entre los diecisésis países de la zona del euro no sujetos a un programa de ajuste que participan en el Semestre europeo, diez están actualmente sujetos a vigilancia en el marco del componente preventivo. A Malta se le ha recomendado que corrija su déficit excesivo este año, a Irlanda, Francia, Portugal y Eslovenia en 2015, y a España en 2016.

7 El OMP se define para cada país en función de la situación de las finanzas públicas, las perspectivas macroeconómicas y los costes previstos asociados al envejecimiento de la población.

8 En concreto, la exigencia de ajuste se ha fijado en el 0,6 % del PIB para los países con una ratio de deuda superior al 60 % del PIB y en épocas que no sean favorables ni desfavorables económicamente, lo que se indica por una brecha de producción de entre el -1,5 % y el 1,5 % del PIB. En tiempos económicamente desfavorables, los países que registren una brecha de producción de entre el -1,5 % y el -4 % del PIB y una deuda inferior al 60 % deben mejorar su saldo presupuestario el 0,1 % del PIB o más. Los países que hayan alcanzado su OMP no necesitan mejorar más su saldo estructural.

9 Véase el artículo titulado «Un pacto presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte», en el Boletín Mensual de mayo de 2012.

**Cuadro B Objetivos presupuestarios a medio plazo: planes de los Gobiernos y recomendaciones del Consejo**

País	Recomendación específica para alcanzar el OMP (emitida en 2013)	Plan del Gobierno para alcanzar el OMP según el programa de estabilidad de 2014	Recomendación específica para alcanzar el OMP (emitida en 2014)	OMP
Alemania	- (se considera que está en el OMP)	mantenimiento del OMP	mantener el OMP	-0,5
Letonia	- (se considera que está en el OMP)	mantenimiento del OMP	mantener el OMP	-1
Estonia	- (se considera que está en el OMP)	mantenimiento del OMP	2015*	>0
Finlandia	- (se considera que está en el OMP)	2015	2015*	-0,5
Luxemburgo	2013	2016	permanecer en el OMP	0,5
Italia	2014	2016	2015	0
Paises Bajos	2015	2015	2015	-0,5
Austria	2015	2016	2015	-0,45
Bélgica	2016	2017	-	0,75
Francia	2016	2017	-	0
Portugal	2017	2017	-	-0,5
Eslovenia	2017	2017	-	0
Eslovaquia	2017	2017	-	-0,5
España	2018	2017	-	0
Irlanda	2018	2018	-	0
Malta	2019	2018	-	0

Fuentes: Recomendaciones específicas por país para 2013, disponibles en <http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester/documents-in-2013>, y para 2014, en <http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester/documents-in-2014>, así como los programas de estabilidad para 2014, que pueden consultarse en [http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_en.htm).

Notas: Los objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP) reflejan los indicados en los programas de estabilidad de los países para 2014. Las cifras en rojo indican un aplazamiento previsto del OMP y las cifras en verde la consecución del objetivo antes del plazo fijado. \* De acuerdo con el nuevo cálculo efectuado por la Comisión del saldo estructural que figura en el programa de estabilidad, Finlandia y Estonia se desvían de su OMP en 2014.

2014 no respaldan el aplazamiento previsto para Austria, pero mantienen sin variación el plazo de 2015 para alcanzar su OMP. Al mismo tiempo, las recomendaciones específicas por país de este año no incluyen orientaciones actualizadas para los países que se espera que logren sus OMP con posterioridad a 2015<sup>10</sup>.

En conjunto, las recomendaciones específicas de política fiscal por país se centran en los riesgos de incumplimiento de los compromisos asumidos en el contexto del PEC de manera general, respaldando así el restablecimiento de unas situaciones presupuestarias saneadas en la zona del euro. Al mismo tiempo, la vigilancia fiscal que contempla el marco de gobernanza reforzado alcanzará su máxima eficacia si las recomendaciones específicas por país en el ámbito presupuestario son plenamente coherentes —en el tiempo y en los distintos países— y suficientemente concretas. Esto se refiere a la necesidad de especificar detalladamente las brechas de consolidación en lo que respecta a los compromisos asumidos en el PEC, así como de formular orientaciones más claras sobre los plazos para alcanzar los OMP, lo que evitaría que continúen siendo «objetivos móviles»<sup>11</sup>.

### Consecuencias para la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015

Se han realizado avances significativos hacia el restablecimiento de unas situaciones presupuestarias saneadas en la zona del euro, como indica el considerable descenso de los déficits presupuestarios

10 Estas orientaciones deberían tener en cuenta las revisiones del método acordado para estimar las brechas de producción, que han llevado a una revisión al alza del saldo presupuestario estructural en algunos países, principalmente España, y a una revisión a la baja en Estonia (véase el recuadro titulado «The revised methodology for calculating output gaps» en las previsiones de primavera de la Comisión Europea para 2014).

11 Estas orientaciones también tendrían que aclarar cómo deben actualizarse los calendarios de convergencia, especialmente con el fin de tomar en consideración las revisiones de las posiciones de partida que en parte están vinculadas a cambios metodológicos.

nominales y estructurales en los distintos países, así como el hecho de que un número creciente de países hayan corregido sus déficits excesivos en los últimos años. Por lo que se refiere a los mercados, esto ha quedado reflejado en la disminución de los diferenciales de deuda soberana observada en los dos últimos años. No obstante, las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea ponen de relieve el riesgo de caer en la autocoplacencia, al tiempo que se considera que es necesario continuar con la consolidación en el medio plazo para reducir las elevadas ratios de deuda, en consonancia con los compromisos asumidos en el PEC. Por consiguiente, es importante que el marco de gobernanza fiscal reformado se aplique íntegramente. La nueva evaluación de los proyectos de planes presupuestarios, introducida por los reglamentos que conforman el denominado «two-pack» y llevada a cabo por primera vez para los proyectos de 2014, puede desempeñar un papel fundamental a este respecto, ya que puede ayudar a identificar y abordar brechas de consolidación en una fase temprana. En consecuencia, los proyectos de planes presupuestarios para 2015, que deben presentarse a la Comisión Europea para mediados de octubre, tendrían que especificar detalladamente las medidas necesarias para cumplir las recomendaciones específicas por país formuladas en el contexto del Semestre europeo 2014.

## ARTÍCULO

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



*Los indicadores recientes apuntan a un debilitamiento de las perspectivas a corto plazo, en un entorno de atonía de la actividad comercial, tensiones geopolíticas e incertidumbre sobre los procesos de reforma en algunos países de la zona del euro. No obstante, los factores subyacentes necesarios para que continúe la recuperación siguen estando presentes en el escenario de referencia de las proyecciones. La demanda interna se beneficiará de la orientación acomodaticia de la política monetaria, reforzada por las medidas convencionales y no convencionales adoptadas en junio de 2014, y de unas condiciones de oferta de crédito más favorables. El escenario de referencia incluye el supuesto de una orientación fiscal prácticamente neutral, tras años de considerables restricciones presupuestarias. Asimismo, el consumo privado se verá favorecido por el impacto de los bajos precios de las materias primas y el alza de los ingresos, a medida que la situación del mercado de trabajo vaya mejorando; la inversión se beneficiará de una menor necesidad de ajuste de los balances, así como de los efectos derivados de los procesos de convergencia tras años de debilidad de la actividad, aunque inicialmente se verá frenada por la existencia de abundante capacidad productiva sin utilizar. Las exportaciones se beneficiarán de la recuperación gradual de la economía mundial, reforzadas por los efectos de un tipo de cambio efectivo del euro más débil. El PIB real aumentará un 0,9% en 2014, un 1,6% en 2015 y un 1,9% en 2016. Estos incrementos son superiores al crecimiento potencial estimado, por lo que contribuyen a una reducción paulatina de la brecha de producción.*

*La inflación medida por el IAPC de la zona del euro se mantendrá en niveles bajos a corto plazo, promediando el 0,6% en 2014. Posteriormente, se prevé un lento incremento hasta el 1,1% en 2015 y el 1,4% en 2016. El repunte de la inflación proyectado refleja una mejora de la actividad económica, que se traducirá en un mayor crecimiento de los salarios y de los beneficios. Asimismo, el aumento de los precios de las materias primas no energéticas y, con carácter más general, de los precios de las importaciones de la zona del euro, que también está relacionado con un tipo de cambio del euro más débil, intensificará las presiones alcistas sobre los precios. No obstante, la persistente atonía y el descenso previsto de los precios del petróleo, como reflejo de la senda descendente de los futuros, frenan las perspectivas de inflación.*

*En comparación con las proyecciones publicadas en la edición de junio de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales, debido a un resultado más débil de lo esperado en el segundo trimestre y al descenso de las exportaciones en el segundo semestre del año. La proyección para 2015 también se ha revisado a la baja, principalmente como consecuencia de un efecto de arrastre menos favorable. En cambio, la proyección para 2016 se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales, fundamentalmente por los efectos positivos de la mejora de las condiciones de financiación de la inversión privada. La inflación medida por el IAPC se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales en 2014, debido a que los niveles observados en los últimos meses han sido inferiores a los previstos. Las proyecciones para 2015 y 2016 se mantienen sin cambios, ya que la evolución subyacente menos dinámica de lo previsto de la inflación medida por el IAPC, excluida la energía, se verá compensada, en general, por aumentos ligeramente superiores de la contribución del componente energético, dados los supuestos de un encarecimiento de los precios del petróleo y de una depreciación del tipo de cambio.*

*Las medidas recientemente adoptadas por el BCE solo están incluidas en el escenario de referencia a través de su impacto en los supuestos técnicos financieros (tipos de interés del mercado y cotizaciones*

<sup>1</sup> Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza de 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 agosto de 2014..

*bursátiles, incluido el tipo de cambio). Por tanto, dicho escenario probablemente subestime los efectos del paquete de medidas adoptadas, ya que no incluye canales adicionales (véase recuadro 2).*

*En el presente artículo se resumen las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro en el período comprendido entre 2014 y 2016. 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.*

*Las proyecciones para la zona del euro incluyen por primera vez a Lituania.*

### ENTORNO INTERNACIONAL

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará durante el horizonte temporal considerado, desde un 3,7% en 2014 hasta un 4,2% en 2015 y un 4,3% en 2016. Pese a la volatilidad a corto plazo, se está afianzado el impulso de las economías avanzadas fuera de la zona del euro. La actividad en los mercados emergentes también ha repuntado, respaldada por la fuerte aceleración de China. Los indicadores mundiales confirman que el crecimiento se está consolidando. A un plazo más largo, se prevé que la actividad mundial se intensifique. El elevado grado de acomodación de la política monetaria en las economías avanzadas continúa apoyando a los mercados financieros y a la recuperación mundial. Las economías avanzadas también deberían beneficiarse progresivamente de la atenuación de los factores adversos, en un contexto de menor desapalancamiento del sector privado, menor necesidad de saneamiento presupuestario y mejora de los mercados de trabajo. Por el contrario, en algunas economías emergentes, los estrangulamientos en las infraestructuras, las restricciones de capacidad y los desequilibrios macroeconómicos probablemente limiten el potencial de crecimiento, mientras que otras economías emergentes están adaptándose a unas condiciones de financiación más restrictivas y a las perspectivas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

El comercio mundial ha perdido cierto impulso desde finales del año pasado. De cara al futuro, el aumento de la inversión en las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro favorecerá un repunte gradual del comercio mundial. Sin embargo, se estima que también intervendrán factores estructurales, entre ellos, el menor ritmo de integración de las cadenas de suministro mundiales. En consecuencia, como en ejercicios de proyección anteriores, el escenario de referencia incluye el supuesto de que la elasticidad del comercio mundial respecto de la actividad será inferior a la observada antes de la crisis financiera mundial. De acuerdo con las proyecciones, el comercio mundial (excluida la zona del euro) aumentará un 3,9% en 2014, un 5,5% en 2015 y un 5,9% en 2016. Considerando que el ritmo de expansión

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

**Cuadro I Entorno internacional**

(tasas de variación anuales)

	Septiembre 2014				Junio 2014			Revisões desde junio de 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Comercio mundial (excluida la zona del euro) <sup>1)</sup>	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Demandas externas de la zona del euro <sup>2)</sup>	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

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

1) Calculado como la media ponderada de las importaciones.

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

de las importaciones de los principales socios comerciales de la zona del euro será más lento que el del resto del mundo, el crecimiento de la demanda exterior de la zona será ligeramente más débil que el del comercio mundial (véase cuadro 1).

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de junio de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento mundial se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2014 y en 0,2 para 2015 y 2016. Sin embargo, estas revisiones son de carácter técnico y no obedecen a un cambio de opinión sobre los países, sino a una actualización de las ponderaciones del PIB basadas en la paridad del poder adquisitivo, empleadas para elaborar los agregados de la actividad mundial, que atribuyen más importancia a las economías emergentes con mayor crecimiento<sup>3</sup>. Excluidos los efectos de las ponderaciones modificadas, el crecimiento del PIB mundial no se ha revisado prácticamente. La demanda exterior de la zona del euro se ha revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2014 y 2015 y en 0,1 para 2016. Estas revisiones a la baja reflejan la valoración de que el comercio mundial probablemente será más débil de lo previsto, así como unas perspectivas más pesimistas respecto al comercio con Rusia y con Ucrania (véase recuadro 4).

3 Tras la publicación de la encuesta de 2011 sobre los nuevos parámetros de la paridad del poder adquisitivo, realizada por el Programa de Comparación Internacional, el FMI actualizó sus estimaciones del PIB en términos de paridad del poder adquisitivo (véase el recuadro de la publicación Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial de julio de 2014 del FMI).

#### Recuadro I

#### 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 13 de agosto 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 0,2 % en 2014 y 2015 y del 0,3 % 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 2,3 % en 2014, del 2,2 % en 2015 y del 2,5 % 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 aumenten ligeramente en 2016.

Con respecto 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 se reducirán desde los 109,8 dólares estadounidenses registrados en el segundo trimestre de 2014 hasta los 102,7 en 2016. Los precios de las materias primas no energéticas

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 calculado por el BCE, manteniendo constante la discrepancia inicial entre las dos series durante el 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 período considerado.

## Supuestos técnicos

	Septiembre 2014				Junio 2014			Revisões desde junio de 2014 <sup>1</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor a tres meses (en porcentaje, por año)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje, por año)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Precio del petróleo (en USD por barril)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Tipo de cambio USD/EUR	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCEN-20) (tasa de variación anual)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

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

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.

en dólares estadounidenses descenderán considerablemente en 2014, repuntarán en 2015 y aumentarán con algo más de vigor en 2016<sup>2</sup>.

Se estima 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 de 13 de agosto de 2014. Esto implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,36 en 2014 y en 1,34 en 2015 y 2016.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en las leyes presupuestarias y en los presupuestos complementarios aprobados por los países de la zona del euro, sus planes presupuestarios a medio plazo y las medidas fiscales concretadas en las actualizaciones de los programas de estabilidad disponibles hasta el 21 de agosto 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 se aprueben tras su tramitación legislativa. En general, estos supuestos solo consideran un reducido grado de consolidación fiscal en el período abarcado por las proyecciones, sobre la base de los planes presupuestarios para 2014 y la limitada información disponible para 2015 y 2016. El nivel de consolidación fiscal implícito en los supuestos durante el horizonte contemplado es considerablemente inferior al observado en los últimos años.

En comparación con la edición de junio de 2014 del Boletín Mensual, 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, así como un tipo de cambio efectivo del euro más débil. Si bien los precios del petróleo denominados en dólares estadounidenses son ligeramente más altos que en las proyecciones de junio, los precios de las materias primas no energéticas son más bajos.

2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte temporal de las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas minerales no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el tercer trimestre de 2015 y, a partir de entonces, 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 alimenticias.

## PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

La recuperación económica en la zona del euro se estancó en el segundo trimestre de 2014, tras cuatro trimestres de crecimiento modesto. La debilidad de la actividad en el segundo trimestre es atribuible en parte a la contribución negativa de varios factores de carácter transitorio. En primer lugar, la actividad en el primer trimestre se benefició de un inusual efecto alcista derivado del reducido número de días festivos (debido a que el período completo de vacaciones escolares de Semana Santa coincidió con el segundo trimestre) y del cálido invierno, que impulsó la construcción. Ni la desestacionalización ni el ajuste por días laborables recogieron suficientemente estos factores alcistas en el primer trimestre. La desaparición de estos factores en el segundo trimestre frenó el crecimiento. En segundo lugar, los efectos de calendario negativos relacionados con un número de puentes mayor del habitual en muchos países de la zona del euro pueden haber reducido el número de días laborables efectivos en mayo, factor no recogido por el ajuste por días laborables.

En lo que respecta al segundo semestre de 2014, aunque los indicadores de confianza continúan en niveles próximos a sus medias a largo plazo, su reciente deterioro señala un crecimiento bastante modesto de la actividad a corto plazo. El debilitamiento de los datos procedentes de las encuestas tiene lugar en un entorno de agudización de las tensiones geopolíticas (véase recuadro 4) y de la incertidumbre acerca de los procesos de reforma económica en algunos países de la zona del euro. En conjunto, las proyecciones contemplan una recuperación bastante moderada de la actividad en el segundo semestre de 2014, más débil que la prevista anteriormente.

A un plazo más largo, y suponiendo que no se produzca una nueva escalada de las tensiones mundiales, se prevé una aceleración gradual del crecimiento del PIB real durante el horizonte temporal considerado. El crecimiento del PIB real repuntará en 2015 y 2016, y los diferenciales de crecimiento entre países se estrecharán, gracias a los progresos en la superación de la fragmentación de los mercados financieros, a la reducción de las diferencias en sus trayectorias fiscales y a los efectos beneficiosos para la actividad de anteriores reformas estructurales en varios países. El repunte esperado de la actividad se verá respaldado principalmente por un fortalecimiento de la demanda interna debido a la orientación acomodaticia de la política monetaria, reforzada por las medidas convencionales y no convencionales recientemente adoptadas, por una orientación presupuestaria prácticamente neutral tras años de considerables restricciones y por el retorno de condiciones neutrales de oferta de crédito. En particular, el consumo privado debería beneficiarse del repunte de la renta real disponible derivado del impacto favorable de la baja inflación de las materias primas y del alza de los salarios. La inversión privada tanto residencial como no residencial también debería verse apoyada por la atenuación de los efectos adversos derivados de las necesidades de ajuste de los balances y por un efecto de convergencia tras años de inversión contenida. Asimismo, la actividad estará cada vez más respaldada por un fortalecimiento gradual de la demanda exterior, acentuado por la reciente depreciación del tipo de cambio efectivo del euro y por anteriores aumentos de competitividad. No obstante, algunos factores siguen frenando un crecimiento más rápido. Los efectos adversos de las elevadas tasas de desempleo sobre las perspectivas de consumo privado en algunos países disminuirán solo gradualmente durante el horizonte temporal considerado, mientras que los amplios niveles de capacidad productiva sin utilizar en algunos países y, posiblemente, las restricciones a la oferta de trabajo en otros continuarán lastrando el gasto de inversión. Además, las tensiones geopolíticas actuales oscurecen las perspectivas a corto plazo para la inversión y las exportaciones. En promedio anual, el PIB real aumentará un 0,9 % en 2014, un 1,6 % en 2015 y un 1,9 % 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.

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 durante el resto de 2014 y en 2015, debido al fortalecimiento gradual de la demanda exterior de la zona del euro y al efecto favorable de la reciente depreciación del euro. Aunque las recientes tensiones entre la UE y Rusia tienen en general una influencia limitada en la demanda exterior y en las exportaciones de la zona del euro, algunos países con

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

(tasas de variación anual)

	Septiembre 2014				Junio 2014			Revisões desde junio de 2014 <sup>2</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real <sup>3</sup>	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		[0,7-1,1] <sup>4</sup>	[0,6-2,6] <sup>4</sup>	[0,6-3,2] <sup>4</sup>	[0,6-1,4] <sup>4</sup>	[0,6-2,8] <sup>4</sup>	[0,5-3,1] <sup>4</sup>			
Consumo privado	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Consumo público	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
Formación bruta de capital fijo	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Exportaciones <sup>5</sup>	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Importaciones <sup>5</sup>	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Empleo	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Tasa de desempleo (% de la población activa)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
IAPC	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		[0,5-0,7] <sup>4</sup>	[0,5-1,7] <sup>4</sup>	[0,7-2,1] <sup>4</sup>	[0,6-0,8] <sup>4</sup>	[0,5-1,7] <sup>4</sup>	[0,6-2,2] <sup>4</sup>			
IAPC excluida la energía	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
IAPC excluidos la energía y los alimentos	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos <sup>6</sup>	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Costes laborales unitarios	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Remuneración por asalariado	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Productividad del trabajo	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Saldo presupuestario de las Administraciones Pùblicas (en % del PIB)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Saldo presupuestario estructural (en % del PIB) <sup>7</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Deuda bruta de las Administraciones Pùblicas (en % del PIB)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Balanza por cuenta corriente (en % del PIB)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) Las proyecciones para 2015 incluyen a Lituania. Las tasas medias de variación anuales en 2015 se basan en una composición de la zona del euro en 2014 que ya incluye a Lituania. Las proyecciones de variables de la contabilidad nacional se basan en la norma SEC 95.

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 transitórios 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 Bouthevillain, C., et al., «Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach», *Working Paper Series*, nº. 77, BCE, septiembre de 2001) y la definición de medidas temporales del SEBC (véase Kremer, J., et al., «A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances», *Working Paper Series*, nº. 579, BCE, enero de 2007). 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 Pùblicas» del Boletín Mensual de marzo de 2012 y en el recuadro titulado «El saldo estructural como indicador de la posición presupuestaria subyacente» de la presente edición del Boletín Mensual.

lazos comerciales relativamente intensos con Rusia podrían verse afectados de manera más acusada. Las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro se reducirán marginalmente durante el horizonte de proyección considerado, si bien a ritmos muy dispares entre los países de la zona, debido a la diferente evolución de la competitividad y a los distintos patrones comerciales. Las exportaciones dentro de la zona del euro crecerán algo más despacio que las exportaciones fuera de ella, debido a una demanda interna aún bastante débil dentro de la zona.

La inversión empresarial repuntará gradualmente durante el horizonte de proyección, apoyada por el fortalecimiento de la demanda interna y externa en el contexto de las necesidades acumuladas de inversión en reposición, por el nivel muy bajo de los tipos de interés y la mejora de su transmisión a los tipos de interés de las operaciones de préstamo en algunos países, por un fortalecimiento de los márgenes y por cierta mejoría de los efectos derivados de la oferta de crédito. No obstante, el efecto negativo del descenso del crecimiento tendencial y la progresiva reestructuración de los balances empresariales en algunos países de la zona del euro suponen un obstáculo para una recuperación más sólida de la inversión empresarial. Al final del período considerado, el nivel de inversión empresarial aún será un 6% inferior a su nivel máximo anterior a la crisis, con notables diferencias entre los países de la zona.

La inversión residencial repuntará gradualmente en el segundo semestre de 2014 y cobrará mayor dinamismo en 2015, a medida que la actividad se recupere en un entorno con tipos de interés hipotecarios bajos y mejores condiciones de oferta de crédito y que las necesidades de ajuste vayan desapareciendo. Sin embargo, en algunos países, el ajuste en los mercados de la vivienda y el crecimiento aún lento de la renta real disponible siguen frenando la construcción residencial. La inversión pública seguirá siendo débil durante el horizonte temporal de las proyecciones, debido a la continuada contención del gasto en varios países de la zona del euro, que contrarrestan el perfil de inversión pública más expansivo de otros países.

Aunque el número de personas empleadas aumentó ligeramente en el primer semestre de 2014, el crecimiento del empleo seguirá siendo escaso en el segundo, antes de repuntar modestamente en 2015 y 2016. La recuperación del empleo prevista obedece al repunte de la actividad, al impacto positivo de la moderación salarial observada anteriormente y a los efectos beneficiosos de las reformas en los mercados de trabajo, que han aumentado la flexibilidad y apoyado la creación de empleo en el sector privado, especialmente en algunos países con dificultades. No obstante, nuevas reducciones de personal en el sector público en algunos países frenarán el crecimiento total del empleo. Se espera que la población activa aumente moderadamente durante el período considerado, debido a la inmigración y a medida que la mejora paulatina de la situación de los mercados de trabajo estimule la participación de determinados segmentos de población. La tasa de desempleo ha descendido en los últimos meses, debido fundamentalmente al cambio de tendencia del empleo y continuará descendiendo durante el horizonte contemplado, aunque se mantendrá en niveles significativamente superiores a los anteriores a 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 retardo de la respuesta del empleo a la evolución de la actividad.

Se espera que el crecimiento del consumo privado se recupere durante el horizonte considerado en paralelo al crecimiento de la renta real disponible. Dicho crecimiento estará respaldado por un aumento de las rentas del trabajo atribuible al alza del empleo y al repunte de los salarios, a un impacto menos adverso de la consolidación fiscal, a la creciente contribución de otras rentas personales (relacionadas principalmente con los beneficios) y a los bajos precios de las materias primas. La tasa de ahorro de los hogares se mantendrá estable debido a la contraposición de, por un lado, el efecto negativo del descenso de los tipos de interés y la gradual disminución del desempleo, que reducirá la necesidad de ahorro por

motivos de precaución y, por otro lado, el efecto positivo de una menor necesidad de desahorro en algunos países a medida que el aumento de la renta real disponible apoye el consumo. El consumo público se incrementará moderadamente a lo largo del período considerado.

Las importaciones de fuera de la zona del euro crecerán moderadamente durante dicho período. Estas siguen viéndose limitadas por la debilidad del crecimiento de la demanda total de la zona del euro y por algunos efectos a la baja derivados de la reciente depreciación del euro. La demanda exterior neta contribuirá moderadamente al crecimiento del PIB real durante el horizonte contemplado. El superávit de la balanza por cuenta corriente se mantendrá en general estable en el 2,4 % del PIB en 2016.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de junio de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado ligeramente a la baja en 0,2 puntos porcentuales, debido principalmente a un resultado en el segundo trimestre más débil de lo esperado. Asimismo, en el contexto del agravamiento de las tensiones geopolíticas, el impacto del descenso de la demanda mundial sobre las exportaciones y, en menor medida, el debilitamiento de la inversión suponen una revisión a la baja de la actividad en el segundo semestre de 2014. La proyección para 2015 se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales, como reflejo de un menor efecto arrastre. La proyección para 2016 se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales, debido fundamentalmente al impacto positivo sobre la inversión privada de unas condiciones de financiación más favorables, respaldadas por las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico.

### **PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES**

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC general se situó en el 0,3 % en agosto de 2014. El modesto nivel actual de la inflación es resultado del descenso de los precios de la energía y los alimentos y de la débil tendencia de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios.

Tras situarse en una tasa del 0,6 % en el segundo trimestre de 2014, la inflación medida por el IAPC disminuirá ligeramente hasta el 0,4 % en el tercer trimestre y repuntará hasta el 0,7 % en el último trimestre de 2014. La inflación medida por el IAPC aumentará gradualmente durante el horizonte de proyección hasta una tasa de 1,5 % en el cuarto trimestre de 2016. La reducción de la brecha de producción negativa a medida que la recuperación se consolide, que se traducirá en un aumento de los salarios y de los beneficios, debería ejercer cierta influencia al alza en la inflación. Asimismo, el encarecimiento de las materias primas no energéticas y de las importaciones de la zona del euro, amplificado por la depreciación del tipo de cambio del euro, contribuirá al aumento de los precios de consumo en la zona del euro. Sin embargo, la persistente holgura económica, debido a la reducción solo parcial de la brecha de producción negativa hasta 2016, que hace prever una dinámica muy modesta de los salarios y de los márgenes de beneficio, y el descenso esperado de los precios del petróleo implícitos en los mercados de futuros contendrán la inflación hasta ese año.

Concretamente, la inflación de los precios de la energía se mantendrá en niveles claramente negativos en el tercer trimestre de 2014 y oscilará en torno a cero durante el resto del horizonte temporal considerado. El efecto sobre los precios de consumo de la energía, derivado de la evolución ligeramente descendente de los futuros sobre los precios del crudo, se ve parcialmente compensado durante el período considerado por efectos alcistas ligados a factores como la depreciación del euro y por la evolución de los precios de otros componentes energéticos. En general, la contribución de los precios de la energía a la inflación medida por el IAPC durante el horizonte contemplado será nula, nivel significativamente inferior a su contribución media de 0,5 puntos porcentuales entre 1999 y 2013. La evolución de este componente del

## ARTÍCULO

Proyecciones  
macroeconómicas  
de septiembre de 2014  
elaboradas por los expertos  
del BCE para  
la zona del euro

IAPC explica en gran parte las perspectivas de inflación más moderadas durante el período abarcado, en comparación con la evolución observada en los quince primeros años de la Unión Monetaria.

La inflación de los precios de los alimentos se mantendrá próxima a cero en el tercer trimestre de este año y repuntará vigorosamente en los trimestres siguientes hasta mediados de 2015, a medida que el importante efecto a la baja sobre los precios de los alimentos no elaborados derivado de la meteorología y de los efectos de base bajistas vaya desapareciendo. A partir de entonces, la inflación de los precios de los alimentos continuará aumentando, si bien de manera más gradual, y alcanzará tasas del 2,0% al final del período considerado. Los incrementos adicionales de los precios de los alimentos responden a la subida prevista de los precios agrícolas en origen en la UE, en consonancia con el afianzamiento gradual de la recuperación económica. En conjunto, los precios de los alimentos contribuirán en 0,2 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPC durante el horizonte temporal considerado, nivel inferior a su contribución media de 0,5 puntos porcentuales entre 1999 y 2013, lo que también respalda las perspectivas de inflación comparativamente modestas.

Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, haya tocado fondo y se sitúe en el 0,8% entre el último trimestre de 2013 y el tercer trimestre de 2014. Dicha medida de la inflación subyacente aumentará gradualmente en el horizonte contemplado hasta alcanzar una tasa del 1,5% en el último trimestre de 2016, a medida que la recuperación cobre impulso, la brecha de producción se reduzca y el crecimiento de los salarios y los beneficios se consolide. La contribución de este componente a la inflación general medida por el IAPC es también inferior a la media y se situará en 0,8 puntos porcentuales durante el horizonte de proyección, en comparación con su media a largo plazo de 1,1 puntos porcentuales.

Las subidas de impuestos indirectos incluidas en los planes de consolidación fiscal aportarán una pequeña contribución de aproximadamente 0,1 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPC en 2014. Al no disponerse de información sobre las medidas presupuestarias aprobadas para el resto del horizonte de proyección, se espera que en 2015 y 2016 las aportaciones de los impuestos indirectos sean poco significativas (en comparación con una media histórica del 0,2%).

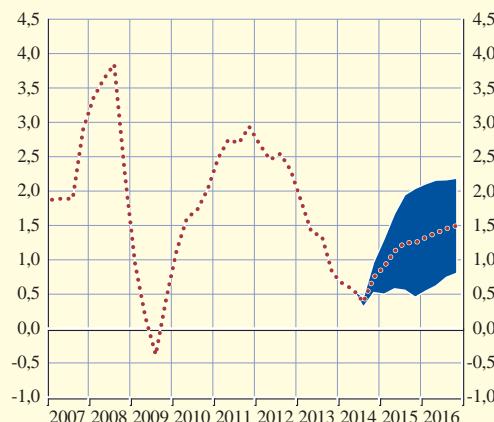
Las presiones externas sobre los precios han ejercido una considerable influencia bajista en la evolución reciente de la inflación medida por el IAPC. La tasa de crecimiento interanual del deflactor de las importaciones cayó de forma acusada, desde el 2,4% en 2012 hasta el -2,0% en el primer trimestre de 2014. Esta evolución reflejó la debilidad de los precios mundiales debido a la atonía del crecimiento mundial, la anterior apreciación del euro y los descensos de los precios del petróleo y de otras materias primas. Se espera que las intensas presiones a la baja sobre los precios desaparezcan en el segundo semestre de 2014, y que el crecimiento interanual del deflactor de las importaciones alcance un punto de inflexión. Hasta principios de 2015 se prevé un aumento de la tasa de crecimiento interanual de dicho deflactor, seguido de un crecimiento en general estable durante el resto del período considerado de aproximadamente un 1,4%, tasa cercana a su media de largo plazo. Este aumento de la tasa de crecimiento del deflactor de las importaciones refleja la subida prevista de los precios mundiales debido al fortalecimiento de la economía mundial, al repunte esperado de los precios de las materias primas no energéticas y a la depreciación del euro.

En lo que se refiere a las presiones sobre los precios internos, la mejora gradual de las condiciones de los mercados de trabajo en la zona del euro se traducirá en cierta aceleración de la remuneración por asalariado. Los costes laborales unitarios se ralentizarán durante los dos primeros años del período considerado, hasta situarse en el 1,0% en 2014 y el 0,8% en 2015, y se incrementarán ligeramente hasta el 1,1% en 2016. Dicha ralentización en los dos primeros años se explica por el modesto crecimiento de la remuneración por asalariado y por el fortalecimiento de la productividad del trabajo. En 2016 el crecimiento

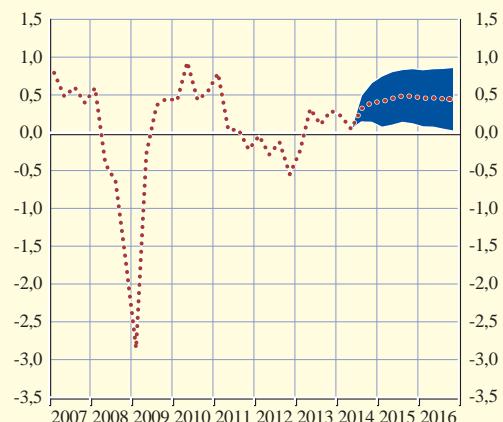
## Gráfico I Proyecciones macroeconómicas<sup>1</sup>

(datos trimestrales)

**Inflación medida por el IAPC de la zona del euro**  
(variaciones interanuales)



**PIB real de la zona del euro<sup>2</sup>**  
(variaciones intertrimestrales)



1) 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. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

2) Datos ajustados por días laborables.

de los costes laborales unitarios se recuperará ligeramente, debido a un repunte de la remuneración por asalariado y al estancamiento general de la productividad. Este comportamiento refleja el retraso con que los salarios y el empleo responden a la recuperación económica, dada la notable atonía en los mercados de trabajo de la zona del euro, cuya recuperación es muy lenta.

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 reduzcan ligeramente en 2014 y que, a partir de entonces, cobren progresivamente vigor, respaldados por la recuperación cíclica de la economía.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de junio de 2014, la proyección de inflación medida por el IAPC se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2014, principalmente debido a que los resultados en los últimos meses han sido inferiores a lo esperado. Las proyecciones de la inflación medida por el IAPC para 2015 y 2016 no se han modificado, ya que el efecto de las revisiones a la baja del IAPC, excluida la energía, compensa en gran medida el de las revisiones al alza de los componentes energéticos del IAPC. En lo que se refiere al IAPC, excluida la energía, los resultados inferiores a lo esperado observados recientemente se traducirán en una evolución subyacente persistentemente más débil que la anteriormente prevista. Al mismo tiempo, los supuestos de una subida de los precios del petróleo y una depreciación del tipo de cambio llevan a la revisión al alza del componente energético del IAPC.

### 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 de la zona de euro se reduzca gradualmente desde el 3,0% del PIB registrado en 2013 hasta el 1,9% en 2016. Este descenso se debe principalmente a una mejora de la posición cíclica. El saldo estructural mejorará levemente durante el período considerado, como resultado de los esfuerzos de consolidación fiscal realizados en algunos países de la zona del euro y de la reversión prevista de la

asistencia pública al sector financiero. El crecimiento moderado continuado del gasto público compensará con creces los recortes de impuestos directos en varios países. No obstante, considerando los supuestos en materia de política fiscal actuales, el fortalecimiento estructural continuará, aunque a un ritmo mucho menor que en los últimos años. Se estima que la ratio de deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB alcanzará un máximo del 93,9% en 2014 y que, posteriormente, disminuirá hasta el 91,5% en 2016.

#### Recuadro 2

##### **TRATAMIENTO DEL PAQUETE DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA ANUNCIADO EN JUNIO DE 2014 POR EL BCE EN LAS PROYECCIONES**

El paquete de medidas de política monetaria anunciado el 5 de junio de 2014 comprende una amplia batería de medidas, algunas de aplicación inmediata (reducción de los tipos de interés oficiales del BCE y prolongación de los procedimientos de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena), otras con entrada en vigor prevista en septiembre de 2014 (operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico, TLTRO) y otras que se encontraban pendientes de concretar y decidir a la fecha de cierre de los datos utilizados para estas proyecciones (compras simples de bonos de titulización de activos, ABS).

En este contexto, el enfoque elegido en estas proyecciones incluye la posibilidad de que este paquete de medidas influya en el escenario de referencia en la medida en que ha influido en los supuestos técnicos financieros basados en el mercado (en concreto, los tipos de interés del mercado y las cotizaciones bursátiles, así como el tipo de cambio). Se espera que la transmisión de las modificaciones de estos supuestos sea acorde con las regularidades históricas; en otras palabras, no se ha realizado ningún ajuste discrecional del marco de modelización estándar para obtener los supuestos relativos a los tipos de interés de las operaciones de préstamo o a los efectos sobre la oferta de crédito, ni se ha modificado ningún otro aspecto relacionado con la derivación del escenario de referencia.

Dicho escenario no recoge muchos otros posibles canales, por ejemplo, la transmisión del descenso de los costes de financiación de las entidades de crédito a los tipos de interés de sus préstamos, unas condiciones de oferta de crédito favorables y la utilización por las entidades de crédito de la financiación procedente de las TLTRO para compras de activos. Por tanto, en general, el escenario de referencia probablemente subestime el impacto del paquete anunciado, lo que representa un claro riesgo al alza para las proyecciones de crecimiento e inflación en dicho escenario.

#### Recuadro 3

##### **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 dichos supuestos puede ayudar al análisis de los riesgos inherentes a las

proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a tres supuestos fundamentales 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 utilizados en estas proyecciones de los expertos del BCE se derivan de las expectativas del mercado medidas por los futuros sobre precios del petróleo, que predicen una caída de los precios del petróleo durante el horizonte de las proyecciones (véase recuadro 1). No obstante, sigue existiendo incertidumbre en relación con esta trayectoria.

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 o se verá compensada por un incremento de la producción mundial de petróleo no convencional. No obstante, los precios del petróleo podrían incrementarse si se produjeran acontecimientos geopolíticos imprevistos en países productores de petróleo importantes (por ejemplo, Rusia) a corto y a medio plazo o se registrara una recuperación más fuerte a medio plazo a nivel mundial.

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 progresivo ajuste al alza de la trayectoria de los futuros sobre precios del petróleo<sup>2</sup>. La trayectoria alternativa parte del supuesto de que los precios del petróleo serán un 3 %, un 6 % y un 10 % 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 BCE, la subida de los precios del petróleo podría elevar la inflación medida por el IAPC entre 0,1 y 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 podría lastrar el crecimiento del PIB real, que se reduciría en 0,1 puntos porcentuales en 2015 y 2016.

### 2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

El escenario de referencia supone que el tipo de cambio efectivo del euro no variará hasta el final del período considerado. No obstante, el euro podría depreciarse si se produjera un deterioro de las expectativas de crecimiento e inflación de la zona del euro en comparación con la economía estadounidense, o en caso de expectativas de orientaciones de política monetaria divergentes entre ambas economías, relacionadas con un período prolongado de tipos de interés bajos en la zona del euro y una normalización más rápida en Estados Unidos. Una trayectoria alternativa del euro, que reflejaría una depreciación más intensa, se ha derivado del percentil 25 de la distribución obtenida de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense el 13 de agosto de 2014. Esta trayectoria implica una depreciación gradual del euro frente al dólar estadounidense hasta un tipo de cambio de 1,24 en 2016, que es un 7,4 % inferior al contemplado en el escenario de referencia. Los supuestos relativos al tipo de cambio efectivo nominal del

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 Pagano, P., y Pisani, M., «Risk-adjusted forecasts of oil prices», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9, (1), art. 24, 2009.

euro reflejan regularidades históricas, según las cuales las oscilaciones del tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense son reflejo de las variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de en torno al 52 %. Esto se traduce en una divergencia gradual del tipo de cambio efectivo del euro de hasta un 3,9 % por debajo del escenario de referencia en 2016.

En tales circunstancias, los resultados de los modelos macroeconómicos de los expertos del BCE apuntan a un aumento del crecimiento del PIB real (de entre 0,1 y 0,3 puntos porcentuales) y a una subida de la inflación medida por el IAPC (de entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales) en 2015 y 2016.

### **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 los países, las medidas incluidas en el escenario de referencia de las proyecciones son menos restrictivas que las exigencias de consolidación fiscal incluidas en las vertientes correctiva y preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El compromiso de cumplir dichas exigencias queda en general reflejado 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, especialmente en 2015 y 2016, período que la mayoría de los países no contempla en sus presupuestos actuales. Por tanto, no solo es necesario, sino también probable, que varios Gobiernos adopten antes del final de 2016 medidas de consolidación adicionales, además de las incluidas 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 de tamaño y composición se utilizan para calcular posibles necesidades adicionales de consolidación fiscal. En concreto, la información específica de cada país trata de reflejar incertidumbres relativas a los objetivos fiscales, la posibilidad de que se adopten medidas adicionales de saneamiento presupuestario cuyo impacto recaiga sobre la demanda agregada en lugar de sobre otros factores reductores del déficit y los efectos de retroalimentación macroeconómicos conexos.

De acuerdo con este enfoque, las necesidades de consolidación adicionales en la zona del euro serán muy limitadas en 2014 (menos de un 0,1 % del PIB), mientras que es probable que se adopten nuevas medidas en 2015 (de aproximadamente un 0,3 % del PIB) y, en menor medida, en 2016 (de aproximadamente un 0,1 % del PIB), lo que situaría el saneamiento adicional acumulado en aproximadamente un 0,4 % del PIB al final de 2016. En cuanto a la composición de las medidas fiscales, el análisis de sensibilidad intenta incorporar perfiles temporales específicos para cada país en relación con los esfuerzos adicionales 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 subidas de los impuestos indirectos, siendo probables medidas de estímulo en forma de rebajas de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales en 2016.

### Efectos macroeconómicos estimados de las medidas de consolidación fiscal 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>	-2,4	-1,8	-1,1
Escenario de referencia de las proyecciones fiscales	-2,6	-2,4	-1,9
Medidas adicionales de saneamiento presupuestario (acumulado) <sup>2)</sup>	0,0	0,3	0,4
Efectos de las medidas adicionales de saneamiento presupuestario (puntos porcentuales) <sup>3)</sup>			
Crecimiento del PIB real	0,0	-0,2	-0,2
Inflación medida por el IAPC	0,0	0,1	0,0

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

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

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

### Impacto macroeconómico de las medidas adicionales de consolidación fiscal

Los resultados de la simulación del impacto sobre el crecimiento del PIB real y sobre la inflación medida por el IAPC en la zona del euro, obtenidos del análisis de sensibilidad fiscal basado en el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro del BCE (NAWM<sup>3</sup>), se resumen en el cuadro anterior.

El impacto de las medidas adicionales de consolidación fiscal en el crecimiento del PIB real será limitado en 2014, aunque se estima que se situará en aproximadamente -0,2 puntos porcentuales en 2015 y 2016. El impacto en la inflación medida por el IAPC será 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, especialmente en 2015 y 2016, puesto que no todas las medidas de consolidación fiscal previstas han sido incluidas en dicho escenario. Paralelamente, también existen pequeños riesgos al alza para la inflación, debido a que se espera que parte del saneamiento adicional proceda 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 las medidas adicionales que previsiblemente se adopten. Aunque a corto plazo incluso las medidas de consolidación fiscal bien diseñadas suelen afectar negativamente al crecimiento del PIB real, a más largo plazo existen efectos positivos que no se manifiestan en el horizonte temporal contemplado en este análisis<sup>4</sup>. En consecuencia, sus resultados no deberían interpretarse como un argumento para cuestionar la necesidad de acometer esfuerzos de saneamiento adicionales durante el horizonte temporal considerado. 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 producirse efectos negativos sobre la confianza, lo que obstaculizaría la recuperación de la economía.

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

4) Para un análisis más detallado de los efectos macroeconómicos de la consolidación fiscal, véase el artículo titulado «Fiscal multipliers and the timing of consolidation», en la edición de abril de 2014 del Boletín Mensual del BCE.

**Recuadro 4****CONSECUENCIAS DE LAS TENSIONES ENTRE LA UE Y RUSIA PARA LAS PERSPECTIVAS COMERCIALES DE LA ZONA DEL EURO**

La agudización de las tensiones geopolíticas y el descenso de la confianza que ello ha ocasionado pueden haber afectado negativamente a la actividad en la zona del euro en las últimas fechas. No obstante, el escenario de referencia de las proyecciones incluye el supuesto de que las recientes tensiones entre la UE y Rusia apenas tendrán consecuencias negativas para el comercio de la zona del euro. La demanda externa y las exportaciones de la zona se verán afectadas principalmente por dos vías.

En primer lugar, el empeoramiento de las perspectivas de la economía rusa se ha traducido en un descenso de la demanda interna y de las importaciones rusas durante el horizonte temporal considerado, en comparación con las proyecciones publicadas en la edición de junio del Boletín Mensual, con repercusiones adversas para la demanda exterior y para las exportaciones de la zona del euro. La escalada de las tensiones en Ucrania ha dado lugar a nuevas sanciones, en su mayoría financieras, por parte de la UE y de Estados Unidos contra Rusia. Tras una contracción del 0,3 % del PIB ruso, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014, la actividad en los próximos trimestres seguirá siendo anémica, como reflejo de la debilidad de la inversión en parte debida a las subidas de los tipos de interés por el Banco de Rusia, a un entorno de financiación mucho más restrictivo a nivel interno y externo, a las salidas de capital y a una elevada incertidumbre. Por su parte, la incertidumbre que rodea las perspectivas económicas y el descenso de la renta real disponible, resultado del aumento de la inflación, también atribuible a la depreciación del rublo, contendrá el consumo privado. Este deterioro de la demanda interna supone un lastre para el crecimiento del PIB y de las importaciones de ese país durante el horizonte temporal considerado, lo que ha llevado a revisar a la baja sus importaciones respecto a las últimas proyecciones. Dado que Rusia representa en torno al 4,5 % de la demanda exterior de la zona del euro, esta trayectoria más débil de sus importaciones implica una reducción marginal de la demanda exterior de la zona del euro de unos 0,1 puntos porcentuales al final de 2016, en comparación con las últimas proyecciones.

En segundo lugar, Rusia ha decretado un embargo a la importación de determinados alimentos de países que hubieran aplicado sanciones contra ciudadanos o empresas de ese país, lo que afecta a las importaciones de alimentos procedentes de la zona del euro. Dicho embargo afecta a cerca del 2 % de las importaciones totales rusas de bienes y servicios, lo que representa un freno adicional para el crecimiento de sus importaciones durante el horizonte contemplado. Para reflejar los efectos de estas restricciones a la importación, se ha supuesto que aproximadamente un tercio de las importaciones sujetas al embargo podrán ser sustituidas inmediatamente por otros proveedores extranjeros. El resto dará lugar a una leve contracción del crecimiento de las importaciones de ese país a finales de 2014 y principios de 2015. Ello se traduce en una reducción inferior a 0,1 puntos porcentuales de la demanda exterior de la zona del euro a principios de 2015, en comparación con las últimas proyecciones.

Aunque estas repercusiones adversas para la demanda exterior de la zona del euro serán probablemente de pequeña magnitud, ciertos países de la zona podrían sufrir un mayor impacto, dependiendo de sus lazos comerciales con Rusia. Asimismo, las recientes tensiones parecen haberse traducido en un descenso de la confianza empresarial en la zona del euro.

Proyecciones  
macroeconómicas  
de septiembre de 2014  
elaboradas por los expertos  
del BCE para  
la zona del euro

Conviene hacer algunas salvedades respecto a estas estimaciones. El efecto negativo sobre las exportaciones de la zona del euro derivado del embargo ruso podría ser superior al indicado por la revisión a la baja de la demanda exterior, ya que las medidas de embargo están dirigidas específicamente contra la zona del euro y otros países de la OCDE, lo que no queda reflejado por las cuotas de participación en el comercio exterior, que son fijas. En consecuencia, resulta plausible suponer que las exportaciones de la zona del euro puedan experimentar una reducción más intensa de lo proyectado. Por otro lado, los países de la zona del euro podrían encontrar mercados de exportación alternativos, lo que amortiguaría el impacto del embargo.

Por último, como se expuso en la edición de junio de 2014 del Boletín Mensual (véase el recuadro titulado «La exposición de la zona del euro a la crisis de Ucrania»), una escalada de las tensiones en la región podría llevar a la imposición de nuevas sanciones contra Rusia y a eventuales represalias de esta contra la UE. De ser así, es probable que el impacto sobre la actividad y la inflación en la zona del euro fuese mucho mayor.

#### Recuadro 5

#### 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 BCE, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados para 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).

#### 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 Eurosystema	Septiembre 2014	0,9 [0,7-1,1]	1,6 [0,6-2,6]	1,9 [0,6-3,2]	0,6 [0,5-0,7]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,7-2,1]
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	Agosto 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	Agosto 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Encuesta a expertos en previsión económica	Agosto 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
FMI	Julio 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Fuentes: European Economic Forecast de la Comisión Europea, primavera de 2014; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, actualización de julio de 2014 (PIB); Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2014; Economic Outlook de la OCDE, mayo de 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics 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 BCE 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.

## ARTÍCULO

Proyecciones  
macroeconómicas  
de septiembre de 2014  
elaboradas por los expertos  
del BCE para  
la zona del euro

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 elaboradas por los expertos del BCE. Las previsiones de crecimiento del PIB real en 2015 y 2016 son similares o ligeramente inferiores a las proyecciones de los expertos del BCE. Respecto a la inflación 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 BCE. En 2016, según otras previsiones disponibles, la inflación medida por el IAPC se situará, en promedio, entre el 1,3 % y el 1,5 %, frente al 1,4 % de las proyecciones de los expertos del BCE. En el momento actual, todas las previsiones disponibles para 2015 y 2016 se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones del BCE que se indican en el cuadro.

## **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**



# ÍNDICE<sup>1</sup>

<b>PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO</b>		
Resumen de indicadores económicos de la zona del euro		\$5
<b>1</b>	<b>ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA</b>	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	\$6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	\$7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	\$8
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	\$9
<b>2</b>	<b>DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS</b>	
2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	\$10
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	\$11
2.3	Estadísticas monetarias	\$12
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	\$15
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	\$17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	\$20
2.7	Detalle de algunas partidas del balance de las IFM, por monedas	\$21
2.8	Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro	\$22
2.9	Detalle de los valores mantenidos por los fondos de inversión, por emisor	\$23
2.10	Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro	\$24
2.11	Balance agregado de las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro	\$25
<b>3</b>	<b>CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	
3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	\$26
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	\$30
3.3	Hogares	\$32
3.4	Sociedades no financieras	\$33
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	\$34
<b>4</b>	<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>	
4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	\$35
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	\$36
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	\$38
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	\$40
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	\$42
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	\$44
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	\$45
4.8	Índices bursátiles	\$46
<b>5</b>	<b>PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO</b>	
5.1	IAPC, otros precios y costes	\$47
5.2	Producto y demanda	\$50
5.3	Mercado de trabajo	\$54

<sup>1</sup> Puede solicitarse más información a través de 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	\$56
6.2	Deuda	\$57
6.3	Variación de la deuda	\$58
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales	\$59
6.5	Deuda trimestral y variación de la deuda	\$60
<b>7</b>	<b>TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTA AL EXTERIOR</b>	
7.1	Resumen de la balanza de pagos	\$61
7.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	\$62
7.3	Cuenta financiera	\$64
7.4	Presentación monetaria de la balanza de pagos	\$70
7.5	Comercio exterior de bienes	\$71
<b>8</b>	<b>TIPOS DE CAMBIO</b>	
8.1	Tipos de cambio efectivos	\$73
8.2	Tipos de cambio bilaterales	\$74
<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	\$75
9.2	Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón	\$76
	<b>LISTA DE GRÁFICOS</b>	\$77
	<b>NOTAS TÉCNICAS</b>	\$79
	<b>NOTAS GENERALES</b>	\$87

---

#### Símbolos utilizados en los cuadros

“_”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	Cero o no significativo
“mm”	$10^9$
(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> 1	M2 <sup>2)</sup> 2	M3 <sup>2,3)</sup> 3	Media móvil de 3 meses (centrada) 4	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>2)</sup> 5	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>2)</sup> 6	Tipo de interés a 3 meses (euríbor; porcentaje; medias del período) 7	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) <sup>4)</sup> 8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	0,7	0,57	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	0,9	0,22	2,24
2013 III	6,9	4,0	2,2	-	-1,9	1,5	0,22	2,05
IV	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	1,4	0,24	2,24
2014 I	6,0	2,4	1,2	-	-2,3	-1,1	0,30	1,82
II	5,2	2,1	1,1	-	-1,9	-1,6	0,30	1,44
2014 Mar	5,6	2,2	1,0	1,1	-2,2	-1,2	0,31	1,82
Abr	5,2	2,0	0,8	1,0	-1,8	-2,7	0,33	1,72
May	5,0	2,1	1,1	1,2	-2,0	-1,0	0,32	1,56
Jun	5,4	2,3	1,6	1,5	-1,8	-1,1	0,24	1,44
Jul	5,6	2,5	1,8	-	-1,6	-	0,21	1,34
Ago	.	.	.	.	.	.	0,19	1,03

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

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

### 3. Estadísticas del sector exterior

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldo a fin de período) 4	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB) 5	Deuda externa bruta (en % del PIB) 6	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-20 <sup>5)</sup> (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unidense/euro 9				
	Cuenta corriente y cuenta de capital 1	Bienes 2	Inversiones directas y de cartera 3				Nominal 7						
							Nominal	Real (IPC) 8					
2012	139,6	89,0	23,9	689,4	-13,2	128,8	97,9	95,6	1,2848				
2013	249,3	165,3	78,1	542,1	-12,0	120,8	101,7	98,9	1,3281				
2013 III	56,0	38,1	-7,7	586,8	-13,3	125,2	101,9	99,2	1,3242				
IV	97,0	48,1	42,7	542,1	-12,0	120,8	103,1	100,0	1,3610				
2014 I	37,1	36,9	39,4	570,6	-12,2	122,5	103,9	100,7	1,3696				
II	51,6	43,2	-20,6	583,0	-	-	103,8	100,1	1,3711				
2014 Mar	21,5	19,2	-31,0	570,6	-	-	104,6	101,3	1,3823				
Abr	20,0	15,7	-105,2	568,0	-	-	104,5	101,0	1,3813				
May	9,5	13,1	70,6	568,8	-	-	103,8	100,1	1,3732				
Jun	22,2	14,4	13,9	583,0	-	-	103,0	99,2	1,3592				
Jul	.	.	.	585,1	-	-	102,6	98,7	1,3539				
Ago	.	.	.	.	-	-	101,9	98,0	1,3316				

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.

- 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) 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.
- 3) 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.
- 4) Basado en las curvas de rendimientos de la deuda de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA. Para mas información, véase la sección 4.7.
- 5) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

### I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

#### 1. Activo

	1 agosto 2014	8 agosto 2014	15 agosto 2014	22 agosto 2014	29 agosto 2014
Oro y derechos en oro	334.432	334.432	334.432	334.433	334.433
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	248.462	249.403	249.072	249.284	249.547
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	24.897	24.521	24.540	24.308	24.229
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	18.526	18.905	19.250	19.904	20.881
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	533.535	504.912	501.031	497.636	517.578
Operaciones principales de financiación	133.304	107.922	108.203	107.612	131.762
Operaciones de financiación a plazo más largo	400.184	396.974	392.824	389.963	384.899
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	45	17	4	4	917
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	3	0	0	57	0
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	74.200	66.126	66.759	61.941	62.628
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	556.809	559.131	560.880	557.715	559.853
Valores mantenidos con fines de política monetaria	199.011	199.011	199.011	195.445	195.445
Otros valores	357.799	360.120	361.869	362.270	364.409
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	26.705	26.709	26.709	26.709	26.709
Otros activos	242.118	241.119	240.501	241.089	242.857
<b>Total activo</b>	<b>2.059.683</b>	<b>2.025.258</b>	<b>2.023.176</b>	<b>2.013.019</b>	<b>2.038.716</b>

#### 2. Pasivo

	1 agosto 2014	8 agosto 2014	15 agosto 2014	22 agosto 2014	29 agosto 2014
Billetes en circulación	971.423	973.405	975.642	970.274	971.290
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	263.858	235.871	241.501	230.875	253.654
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	219.715	214.475	221.620	205.216	222.757
Facilidad de depósito	44.118	21.146	19.849	25.626	30.864
Depósitos a plazo	0	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	25	251	33	33	33
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	4.818	5.012	4.804	4.801	4.854
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	105.767	96.732	86.283	95.070	93.069
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	44.234	43.771	43.768	41.998	41.585
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	1.269	1.015	1.012	1.082	1.050
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	5.399	6.280	6.121	5.850	6.052
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	53.368	53.368	53.368	53.368	53.368
Otros pasivos	212.818	213.077	213.948	212.973	217.064
Cuentas de revalorización	301.418	301.418	301.418	301.418	301.418
Capital y reservas	95.311	95.311	95.311	95.312	95.312
<b>Total pasivo</b>	<b>2.059.683</b>	<b>2.025.258</b>	<b>2.023.176</b>	<b>2.013.019</b>	<b>2.038.716</b>

Fuente: BCE.

## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde: <sup>1)</sup>	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito		
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable	Variación			
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Nivel	Nivel	Variación	
	Nivel	Variación				Nivel	Nivel	Variación
	1	2	3	4	5	6	7	
1999 4 Ene <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	
10 Sep	-0,20	-0,10	0,05	-	-0,10	0,30	-0,10	

Fuente: BCE.

- 1) 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.
- 2) 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.
- 3) 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.
- 4) 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.
- 5) 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				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	
Operaciones principales de financiación								
2014 28 May 4 Jun 11 18 25 2 Jul 9 16 23 30 6 Ago 13 20 27 3 Sep	174.002 149.351 136.766 97.887 115.041 97.103 94.150 99.908 97.887 133.304 107.922 108.203 107.612 131.762 111.199	267 229 193 150 151 124 138 142 139 162 131 132 131 135 124	174.002 149.351 136.766 97.887 115.041 97.103 94.150 99.908 97.887 133.304 107.922 108.203 107.612 131.762 111.199	0,25 0,25 0,15 0,15 0,15 0,15 0,15 0,15 0,15 0,15 0,15 0,15 0,15 0,15 0,15	- - - - - - - - - - - - - - -	- - - - - - - - - - - - - - -	- - - - - - - - - - - - - - -	7 7 7 7 7 7 7 7 7 7 7 7 7 7 7
Operaciones de financiación a plazo más largo <sup>5)</sup>								
2014 12 Feb 27 12 Mar 27 9 Abr 2 May 14 29 11 Jun 26 <sup>6)</sup> 31 Jul <sup>6)</sup> 28 Ago <sup>6)</sup>	6.480 6.297 7.522 11.617 28.023 13.193 32.335 10.949 9.970 10.386 6.786 7.244	30 63 30 83 35 97 54 89 44 84 91 72	6.480 6.297 7.522 11.617 28.023 13.193 32.335 10.949 9.970 10.386 6.786 7.244	0,25 0,25 0,25 0,23 0,25 0,19 0,25 0,16 0,15 . . . . . .	- - - - - - - - - - - -	- - - - - 	- - - - - 	28 91 28 91 35 

#### 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>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2014 5 Mar 12 19 26 2 Abr 9 16 23 30 7 May 14 21 28 4 Jun 11	Captación de depósitos a plazo fijo Captación de depósitos a plazo fijo	219.131 219.077 223.227 180.901 199.721 192.515 153.364 166.780 103.946 165.533 144.281 137.465 102.878 119.200 108.650	165 159 160 138 152 156 139 139 121 158 141 148 119 140 122	175.500 175.500 175.500 175.500 175.500 172.500 153.364 166.780 103.946 165.533 144.281 137.465 102.878 119.200 108.650	- - - - - - - - - - - - - - - -	0,25 0,25 0,25 0,25 0,25 	0,23 0,23 0,22 0,25 0,23 0,24 0,25 0,25 0,25 0,25 0,25 0,25 0,25 0,25 0,25	0,22 0,21 0,21 0,22 0,21 0,22 0,23 0,23 0,24 0,23 0,24 0,24 0,24 0,25 0,24	7 7 7 7 7 7 7 7 7 7 7 7 7 7 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 llevarán 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, consultense las Notas Técnicas.

## 1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

(mm de euros; medias de las posiciones diarias en el periodo, 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
2014 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
Abr	18.035,7	9.948,1	541,3	2.364,4	1.257,2	3.924,7
May	18.077,2	10.002,9	543,9	2.356,2	1.270,3	3.903,9
Jun	17.990,3	10.022,5	546,3	2.342,3	1.208,3	3.870,9

### 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			
2010	211,8	212,5	0,7	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,0	0,25
2014 8 Abr	103,6	195,2	91,6	0,0	0,0	0,25
13 May	103,5	191,2	87,7	0,0	0,0	0,25
10 Jun	103,9	192,3	88,3	0,0	0,0	0,25
8 Jul	104,4	214,3	109,8	0,0	0,0	0,15
12 Ago	105,0	210,2	105,2	0,0	0,0	0,15
9 Sep	105,2	.	.	.	.	.

### 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>2)</sup>	Facilidad de depósito								
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		
2014 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		
10 Jun	536,8	148,1	507,8	0,1	215,9	28,3	126,0	951,0	111,5	-0,4	192,3	1.171,6		
8 Jul	540,0	111,7	460,1	0,1	209,0	23,9	27,2	958,1	110,0	-12,5	214,3	1.196,3		
12 Ago	547,6	106,6	414,7	0,3	202,2	24,6	0,0	967,6	92,4	-23,6	210,2	1.202,5		

Fuente: BCE.

- 1) 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%.
- 2) Incluye la liquidez proporcionada en el marco del programa de adquisiciones de bonos grantizados (*covered bonds*) y del Programa para los Mercados de Valores del Eurosistema.
- 3) 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>2)</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
Eurosistema														
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
2014 I	3.916,3	2.087,4	15,0	1,2	2.071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	-	26,6	658,0	7,9	414,5
II	3.735,9	1.897,2	13,6	1,2	1.882,4	706,4	569,4	15,6	121,3	-	27,0	675,0	8,1	422,3
2014 Abr	3.926,6	2.101,1	14,1	1,2	2.085,9	712,3	567,6	22,7	122,0	-	26,7	662,3	8,0	416,3
May	3.888,0	2.064,3	14,1	1,3	2.049,0	706,3	567,1	17,4	121,8	-	26,9	664,3	8,0	418,2
Jun	3.735,9	1.897,2	13,6	1,2	1.882,4	706,4	569,4	15,6	121,3	-	27,0	675,0	8,1	422,3
Jul <sup>(p)</sup>	3.654,1	1.815,5	13,6	1,2	1.800,7	699,3	564,3	14,2	120,7	-	26,5	680,3	8,1	424,5
IFM, excluido el Eurosistema														
2012	32.694,8	17.987,2	1.153,4	11.043,4	5.790,4	4.901,8	1.627,0	1.423,3	1.851,6	66,8	1.227,8	4.045,7	214,7	4.250,9
2013	30.444,4	16.981,3	1.082,4	10.649,1	5.249,7	4.673,4	1.694,4	1.335,7	1.643,3	58,1	1.232,5	3.855,8	210,6	3.432,7
2014 I	30.586,6	16.942,5	1.092,9	10.638,3	5.211,2	4.699,7	1.774,6	1.307,1	1.617,9	54,0	1.248,9	3.981,5	202,3	3.457,8
II	30.730,9	16.887,2	1.087,7	10.606,6	5.193,0	4.693,0	1.808,5	1.302,7	1.581,8	45,4	1.236,7	4.077,3	203,2	3.588,1
2014 Abr	30.742,1	16.962,4	1.093,7	10.650,9	5.217,8	4.680,4	1.790,6	1.272,1	1.617,7	54,0	1.267,8	4.035,9	202,8	3.538,8
May	30.869,6	16.927,1	1.095,4	10.587,6	5.244,2	4.716,8	1.806,9	1.315,7	1.594,3	51,7	1.255,8	4.107,0	203,1	3.608,1
Jun	30.730,9	16.887,2	1.087,7	10.606,6	5.193,0	4.693,0	1.808,5	1.302,7	1.581,8	45,4	1.236,7	4.077,3	203,2	3.588,1
Jul <sup>(p)</sup>	30.892,4	16.871,9	1.097,0	10.577,0	5.197,9	4.672,3	1.799,7	1.306,9	1.565,6	43,3	1.238,4	4.172,9	203,5	3.690,2

#### 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
Eurosistema													
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	477,8		
2014 I	3.916,3	965,6	1.860,2	86,1	38,4	1.735,7	-	0,0	440,5	166,5	483,5		
II	3.735,9	986,1	1.652,4	101,1	49,9	1.501,4	-	0,0	459,4	148,7	489,2		
2014 Abr	3.926,6	975,4	1.859,4	112,4	50,2	1.696,8	-	0,0	440,0	167,5	484,2		
May	3.888,0	980,3	1.811,4	116,7	50,8	1.643,8	-	0,0	442,2	167,8	486,3		
Jun	3.735,9	986,1	1.652,4	101,1	49,9	1.501,4	-	0,0	459,4	148,7	489,2		
Jul <sup>(p)</sup>	3.654,1	996,3	1.564,8	98,2	45,9	1.420,8	-	0,0	464,4	136,4	492,1		
IFM, excluido el Eurosistema													
2012	32.694,8	-	17.195,3	169,6	10.870,4	6.155,3	534,7	4.848,9	2.344,0	3.494,8	4.277,2		
2013	30.444,4	-	16.646,2	152,5	10.941,1	5.552,6	462,9	4.352,6	2.399,6	3.106,7	3.476,5		
2014 I	30.586,6	-	16.654,3	181,1	10.955,7	5.517,5	458,1	4.297,7	2.452,9	3.225,3	3.498,3		
II	30.730,9	-	16.725,3	214,8	10.984,7	5.525,8	437,4	4.236,4	2.456,0	3.226,1	3.649,7		
2014 Abr	30.742,1	-	16.660,3	144,1	10.927,2	5.588,9	463,1	4.284,1	2.462,6	3.295,6	3.576,4		
May	30.869,6	-	16.742,2	172,9	10.952,3	5.617,0	456,6	4.279,2	2.452,4	3.309,0	3.630,2		
Jun	30.730,9	-	16.725,3	214,8	10.984,7	5.525,8	437,4	4.236,4	2.456,0	3.226,1	3.649,7		
Jul <sup>(p)</sup>	30.892,4	-	16.716,6	194,6	10.986,4	5.535,6	452,7	4.210,6	2.465,5	3.300,1	3.747,0		

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) Saldos 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	26.251,1	12.214,6	1.170,3	11.044,3	3.629,2	2.195,4	1.433,8	767,0	4.845,6	222,9	4.571,8
2013	24.649,7	11.747,7	1.097,4	10.650,3	3.622,6	2.262,0	1.360,6	792,1	4.488,2	218,9	3.780,2
2014 I	24.907,2	11.747,5	1.108,0	10.639,5	3.682,7	2.352,6	1.330,0	804,2	4.639,5	210,2	3.823,2
II	25.134,0	11.709,1	1.101,3	10.607,8	3.696,2	2.377,9	1.318,3	805,5	4.752,3	211,3	3.959,7
2014 Abr	25.048,9	11.759,9	1.107,7	10.652,1	3.652,9	2.358,2	1.294,8	825,6	4.698,2	210,8	3.901,5
May	25.177,6	11.698,3	1.109,4	10.588,9	3.707,0	2.373,9	1.333,1	815,0	4.771,3	211,1	3.974,9
Jun	25.134,0	11.709,1	1.101,3	10.607,8	3.696,2	2.377,9	1.318,3	805,5	4.752,3	211,3	3.959,7
Jul <sup>(p)</sup>	25.307,3	11.688,8	1.110,6	10.578,2	3.685,2	2.364,0	1.321,1	805,6	4.853,2	211,6	4.063,1
Operaciones											
2012	90,3	-35,5	-4,7	-30,8	112,1	183,0	-70,9	38,6	-150,0	-14,0	139,1
2013	-1.616,7	-278,4	-73,7	-204,7	-26,6	46,2	-72,8	14,1	-79,3	-2,1	-1.244,5
2014 I	185,0	-2,7	9,1	-11,8	35,4	58,8	-23,4	13,4	117,6	-8,8	30,2
II	165,5	-18,3	-6,0	-12,4	-8,9	2,6	-11,5	5,3	68,3	1,4	117,7
2014 Abr	141,4	15,3	0,1	15,1	-36,8	-0,1	-36,7	19,6	65,0	0,5	77,8
May	82,2	-60,3	1,6	-61,9	45,7	9,1	36,6	-12,8	36,6	0,4	72,8
Jun	-58,1	26,7	-7,7	34,4	-17,8	-6,4	-11,4	-1,5	-33,2	0,5	-32,9
Jul <sup>(p)</sup>	137,2	-11,5	7,6	-19,1	-17,4	-19,3	1,9	4,0	60,5	0,3	101,3

### 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2012	26.251,1	876,8	251,0	10.934,9	467,9	2.853,2	2.396,4	3.793,4	4.729,6	-52,1
2013	24.649,7	921,2	214,8	10.981,2	404,8	2.586,4	2.340,4	3.308,9	3.954,3	-62,3
2014 I	24.907,2	916,5	267,2	10.994,1	404,1	2.558,8	2.422,1	3.391,9	3.981,7	-29,2
II	25.134,0	935,3	315,9	11.034,6	392,1	2.533,2	2.457,3	3.374,9	4.138,9	-48,1
2014 Abr	25.048,9	921,8	256,5	10.977,4	409,1	2.544,4	2.433,7	3.463,2	4.060,6	-17,9
May	25.177,6	928,9	289,6	11.003,1	405,0	2.563,1	2.426,9	3.476,8	4.116,5	-32,3
Jun	25.134,0	935,3	315,9	11.034,6	392,1	2.533,2	2.457,3	3.374,9	4.138,9	-48,1
Jul <sup>(p)</sup>	25.307,3	944,7	292,8	11.032,3	409,5	2.524,2	2.470,5	3.436,5	4.239,2	-42,3
Operaciones										
2012	90,3	19,5	-5,1	180,5	-18,2	-125,3	156,0	-251,4	151,2	-16,9
2013	-1.616,7	44,4	-37,0	162,8	-46,6	-199,2	79,1	-441,6	-1.187,2	8,6
2014 I	185,0	-5,3	52,0	8,5	6,9	-26,6	38,5	63,3	13,7	34,1
II	165,5	18,8	48,7	35,9	-11,8	-20,7	17,6	-43,5	134,8	-14,2
2014 Abr	141,4	5,3	-10,7	-16,0	5,1	-12,8	7,4	74,5	77,0	11,5
May	82,2	7,1	33,1	20,5	-4,1	11,9	-9,1	-14,9	51,9	-14,3
Jun	-58,1	6,4	26,3	31,3	-12,8	-19,9	19,2	-103,1	5,9	-11,4
Jul <sup>(p)</sup>	137,2	9,4	-23,1	-5,0	17,5	-17,0	14,6	32,6	102,7	5,5

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) En diciembre de 2010 se modificó la manera de registrar los derivados en un Estado miembro, lo que provocó un incremento en su posición.

3) Saldos 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».

## 2.3 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				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				5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos															
2012	5.107,1	3.882,3	8.989,4	789,8	9.779,3	-	7.569,0	3.406,0	13.055,3	10.854,0	-	-	1.035,4		
2013	5.391,1	3.812,4	9.203,5	624,7	9.828,1	-	7.303,2	3.402,3	12.693,8	10.539,9	-	-	1.161,9		
2014 I	5.488,3	3.791,7	9.280,0	602,1	9.882,1	-	7.348,6	3.453,1	12.658,1	10.530,8	-	-	1.262,8		
II	5.547,2	3.808,4	9.355,6	602,2	9.957,8	-	7.288,8	3.439,6	12.595,0	10.467,5	-	-	1.364,1		
2014 Abr	5.497,4	3.788,2	9.285,6	589,3	9.874,9	-	7.329,2	3.458,6	12.632,0	10.551,5	-	-	1.271,5		
May	5.532,7	3.799,9	9.332,6	594,3	9.926,9	-	7.323,7	3.466,1	12.610,9	10.492,4	-	-	1.307,5		
Jun	5.547,2	3.808,4	9.355,6	602,2	9.957,8	-	7.288,8	3.439,6	12.595,0	10.467,5	-	-	1.364,1		
Jul <sup>(p)</sup>	5.597,9	3.806,9	9.404,8	611,4	10.016,2	-	7.295,2	3.465,3	12.576,0	10.437,4	-	-	1.415,0		
Operaciones															
2012	307,4	78,6	386,0	-55,8	330,2	-	-116,7	184,3	-103,2	-71,0	-15,4	100,1			
2013	291,2	-66,7	224,5	-124,1	100,3	-	-89,8	-25,1	-305,9	-247,9	-221,6	361,5			
2014 I	89,3	-23,9	65,4	-14,5	50,9	-	9,0	17,2	-28,2	-10,0	-7,3	87,1			
II	56,6	15,6	72,2	3,3	75,5	-	-76,8	-35,1	-39,4	-44,0	11,8	83,3			
2014 Abr	9,5	-3,3	6,2	-10,6	-4,3	-	-24,1	0,3	-26,7	23,2	24,4	11,7			
May	32,5	10,5	43,0	5,0	48,1	-	-15,8	0,8	-23,7	-57,7	-8,7	28,0			
Jun	14,5	8,3	22,9	8,8	31,7	-	-36,9	-36,2	11,0	-9,5	-4,0	43,7			
Jul <sup>(p)</sup>	50,9	-2,6	48,3	9,4	57,7	-	-2,0	18,7	-5,6	-19,7	-20,9	39,6			
Tasas de crecimiento															
2012	6,4	2,1	4,5	-6,6	3,5	3,5	-1,5	5,8	-0,8	-0,6	-0,1	100,1			
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,1	361,5			
2014 I	5,6	-2,3	2,2	-13,6	1,0	1,1	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	382,6			
II	5,4	-1,8	2,3	-8,8	1,6	1,5	-1,6	-2,6	-2,2	-1,8	-1,1	387,8			
2014 Abr	5,2	-2,4	2,0	-14,2	0,8	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-1,8	-1,6	379,8			
May	5,0	-1,9	2,1	-12,1	1,1	1,2	-1,2	-1,4	-2,6	-2,0	-1,4	353,3			
Jun	5,4	-1,8	2,3	-8,8	1,6	1,5	-1,6	-2,6	-2,2	-1,8	-1,1	387,8			
Jul <sup>(p)</sup>	5,6	-1,8	2,5	-6,8	1,8	-	-1,3	-1,8	-2,0	-1,6	-1,0	416,5			

### G1 Agregados monetarios<sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

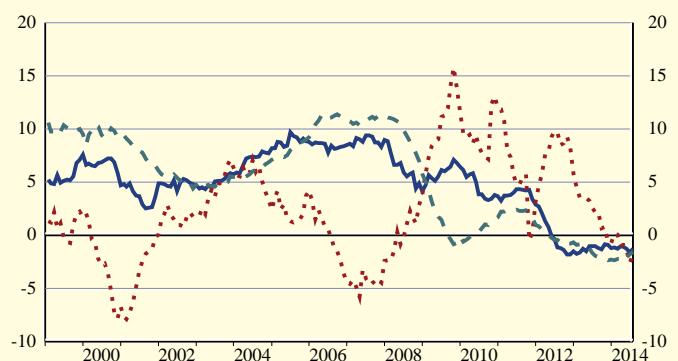
M1  
M3



### G2 Contrapartidas<sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

Pasivos financieros a más largo plazo  
Crédito a las AAPP  
Crédito a otros residentes en la zona del euro



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 periodo; operaciones realizadas en el período)

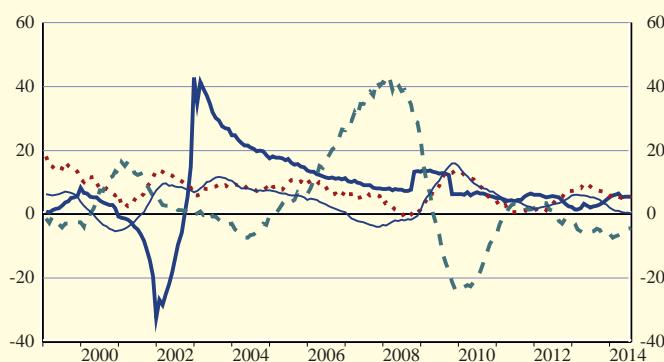
#### 2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	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	182,9	2.685,0	106,1	2.395,2	2.382,7
2013	909,6	4.481,5	1.690,8	2.121,6	118,8	417,9	87,9	2.510,7	91,7	2.372,4	2.328,4
2014 I	926,3	4.562,0	1.667,4	2.124,3	116,8	402,0	83,2	2.472,6	91,2	2.358,7	2.426,2
II	930,2	4.617,0	1.675,8	2.132,6	131,4	394,4	76,4	2.454,1	89,9	2.299,2	2.445,6
2014 Abr	925,7	4.571,7	1.664,3	2.123,9	119,3	401,8	68,3	2.468,5	91,1	2.323,1	2.446,5
May	928,5	4.604,2	1.672,9	2.127,0	120,8	396,3	77,3	2.480,9	91,1	2.311,9	2.439,8
Jun	930,2	4.617,0	1.675,8	2.132,6	131,4	394,4	76,4	2.454,1	89,9	2.299,2	2.445,6
Jul <sup>(p)</sup>	935,5	4.662,5	1.674,3	2.132,6	129,8	410,7	70,9	2.451,0	90,4	2.289,3	2.464,5
Operaciones											
2012	20,2	287,2	-36,0	114,7	-17,0	-20,0	-18,8	-105,9	-10,2	-156,3	155,7
2013	45,6	245,5	-109,9	43,2	-11,9	-48,6	-63,6	-137,3	-14,3	-18,7	80,5
2014 I	16,1	73,2	-26,2	2,2	-2,1	-8,1	-4,3	-37,5	-0,5	-7,7	54,7
II	3,9	52,7	7,3	8,3	14,4	-7,4	-3,6	-16,8	-1,3	-60,4	1,8
2014 Abr	-0,7	10,2	-3,0	-0,3	2,5	-0,2	-12,9	-4,7	-0,1	-35,4	16,1
May	2,8	29,6	7,6	3,0	1,2	-5,4	9,2	5,5	0,0	-12,2	-9,1
Jun	1,7	12,8	2,8	5,6	10,6	-1,8	0,0	-17,7	-1,2	-12,8	-5,2
Jul <sup>(p)</sup>	5,3	45,6	-2,5	-0,1	-1,8	16,3	-5,1	-11,4	0,5	-11,4	20,3
Tasas de crecimiento											
2012	2,4	7,2	-1,9	5,8	-11,8	-3,9	-9,8	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,6	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2014 I	6,5	5,4	-6,4	1,1	-9,9	-10,4	-28,4	-4,6	-9,6	-1,7	4,0
II	5,5	5,3	-4,5	0,5	5,3	-8,3	-25,6	-3,2	-6,9	-3,9	2,6
2014 Abr	5,3	5,2	-6,0	0,7	-7,8	-9,2	-39,0	-4,1	-8,3	-2,7	4,3
May	5,5	4,9	-4,7	0,5	-7,0	-9,4	-27,7	-3,2	-6,7	-3,5	3,4
Jun	5,5	5,3	-4,5	0,5	5,3	-8,3	-25,6	-3,2	-6,9	-3,9	2,6
Jul <sup>(p)</sup>	5,6	5,6	-4,2	0,2	1,2	-3,9	-28,1	-2,6	-5,1	-4,3	3,4

### G3 Componentes de los agregados monetarios<sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

- Efectivo en circulación
- Depósitos a la vista
- - - Depósitos a plazo hasta 2 años
- Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses



### G4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo<sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

- Valores distintos de acciones a más de 2 años
- Depósitos a plazo a más de 2 años
- - - Capital y reservas



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) 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 <sup>2)</sup>	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Sociedades no financieras						Hogares <sup>3)</sup>			
			Total	Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
					Préstamos ajustados de ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>	5	6	7		10	11	12
Saldos vivos												
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	865,5	4.355,7	-	1.067,5	740,5	2.547,8	5.220,4	-	573,3	3.851,3	795,7
2014 I	101,1	860,2	4.337,1	-	1.058,7	732,0	2.546,4	5.232,3	-	572,6	3.867,2	792,5
II	98,3	872,2	4.307,8	-	1.056,4	734,6	2.516,8	5.189,1	-	569,9	3.831,2	787,9
2014 Abr	100,0	885,7	4.329,3	-	1.047,4	738,5	2.543,4	5.236,5	-	571,2	3.871,9	793,4
May	95,9	887,7	4.317,3	-	1.038,6	734,2	2.544,4	5.191,5	-	568,2	3.833,3	790,1
Jun	98,3	872,2	4.307,8	-	1.056,4	734,6	2.516,8	5.189,1	-	569,9	3.831,2	787,9
Jul <sup>(p)</sup>	102,5	850,7	4.294,1	-	1.051,6	731,3	2.511,2	5.190,1	-	570,2	3.833,2	786,8
Operaciones												
2012	-2,0	12,7	-107,3	-60,1	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,7	48,5	-5,1
2013	9,6	-120,6	-133,1	-127,9	-44,6	-44,9	-43,7	-3,7	14,1	-18,0	27,4	-13,1
2014 I	2,8	6,9	-28,0	-26,9	-6,6	-6,8	-14,6	8,3	9,7	0,5	10,7	-2,8
II	-2,8	12,4	-16,7	-6,2	-0,2	7,2	-23,7	-36,9	7,8	-2,1	-34,5	-0,3
2014 Abr	-1,2	25,7	-6,4	-3,5	10,7	6,8	-2,5	5,0	2,9	-1,1	4,9	1,3
May	-4,1	0,8	-10,8	-7,6	-8,5	-3,6	1,4	-43,6	2,1	-2,4	-38,9	-2,3
Jun	2,5	-14,1	0,4	4,9	19,1	4,0	-22,7	1,7	2,8	1,3	-0,4	0,7
Jul <sup>(p)</sup>	4,1	-11,9	-14,1	-15,8	-5,3	-2,8	-6,0	2,2	2,9	0,0	2,5	-0,3
Tasas de crecimiento												
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	-12,3	-2,9	-2,8	-4,0	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 I	9,0	-10,8	-3,1	-3,1	-4,9	-5,1	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,8
II	4,7	-5,9	-2,3	-2,2	-2,8	-3,3	-1,8	-0,6	0,5	-1,5	-0,4	-1,4
2014 Abr	5,4	-7,4	-2,8	-2,8	-5,1	-3,7	-1,5	0,0	0,4	-2,1	0,7	-1,7
May	2,9	-6,7	-2,6	-2,6	-4,9	-4,2	-1,2	-0,7	0,4	-2,2	-0,3	-1,8
Jun	4,7	-5,9	-2,3	-2,2	-2,8	-3,3	-1,8	-0,6	0,5	-1,5	-0,4	-1,4
Jul <sup>(p)</sup>	7,1	-4,9	-2,3	-2,2	-2,4	-3,7	-1,9	-0,5	0,5	-1,7	-0,1	-1,3

## 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.

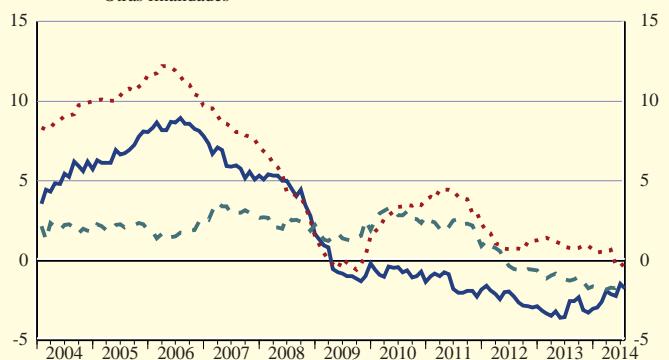
3) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

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	Adquisiciones temporales a través de ECC	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	11	12
Saldos vivos													
2013	90,0	72,6	4,1	13,3	984,8	122,9	439,4	223,7	321,7	4.344,6	1.059,2	739,4	2.545,9
2014 I	99,4	82,0	4,0	13,4	979,0	117,8	440,3	221,2	317,4	4.336,4	1.061,1	731,3	2.544,1
II	99,1	82,9	3,9	12,2	997,0	121,3	449,8	234,6	312,6	4.316,0	1.066,1	735,3	2.514,6
2014 May	97,2	80,3	4,0	12,9	988,4	96,2	432,1	231,6	324,7	4.319,0	1.042,0	736,0	2.541,0
Jun	99,1	82,9	3,9	12,2	997,0	121,3	449,8	234,6	312,6	4.316,0	1.066,1	735,3	2.514,6
Jul <sup>(p)</sup>	104,3	87,6	4,5	12,2	975,9	125,5	429,0	234,7	312,1	4.304,1	1.057,1	733,0	2.514,1
Operaciones													
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-75,7	44,8	-54,8	3,9	-24,9	-133,6	-44,4	-44,9	-44,3
2014 I	9,3	9,4	-0,2	0,1	6,2	-5,2	4,6	-3,7	5,3	-17,6	4,0	-6,5	-15,1
II	-0,2	0,9	0,0	-1,1	18,4	3,6	9,6	13,6	-4,8	-7,8	7,1	8,7	-23,6
2014 May	-2,1	-2,2	-0,1	0,1	-8,7	-8,6	-5,4	3,9	-7,2	-8,6	-9,4	-0,5	1,2
Jun	1,9	2,6	0,0	-0,6	10,0	25,1	18,2	3,6	-11,8	6,9	25,4	2,9	-21,4
Jul <sup>(p)</sup>	5,1	4,6	0,5	0,0	-11,4	4,2	-10,6	0,0	-0,8	-12,3	-9,6	-1,8	-0,9
Tasas de crecimiento													
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,7	24,4	-10,3	1,9	-7,1	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2014 I	8,9	9,1	2,6	9,7	-8,8	0,0	-13,8	2,3	-7,6	-3,1	-4,9	-5,1	-1,6
II	4,6	5,2	5,5	0,3	-5,5	-2,6	-11,2	10,1	-5,8	-2,3	-2,8	-3,3	-1,8
2014 May	2,7	2,1	4,6	6,0	-7,6	-19,9	-15,7	6,9	-3,8	-2,7	-4,9	-4,2	-1,3
Jun	4,6	5,2	5,5	0,3	-5,5	-2,6	-11,2	10,1	-5,8	-2,3	-2,8	-3,3	-1,8
Jul <sup>(p)</sup>	7,0	7,4	25,4	-0,7	-2,2	13,2	-6,2	9,6	-4,1	-2,3	-2,4	-3,7	-1,9

### 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	11	12	13
Saldos vivos														
2013	5.229,7	575,8	128,6	169,5	277,7	3.857,5	12,7	55,4	3.789,4	796,5	408,6	136,5	76,4	583,6
2014 I	5.223,6	570,1	126,9	166,3	277,0	3.863,1	13,1	54,7	3.795,3	790,4	400,9	135,1	75,9	579,3
II	5.194,5	572,1	125,7	168,9	277,5	3.829,6	13,2	54,5	3.761,9	792,8	399,8	141,1	75,5	576,3
2014 May	5.183,0	567,5	124,8	164,8	277,9	3.826,6	13,1	54,4	3.759,2	788,9	398,8	133,3	76,1	579,5
Jun	5.194,5	572,1	125,7	168,9	277,5	3.829,6	13,2	54,5	3.761,9	792,8	399,8	141,1	75,5	576,3
Jul <sup>(p)</sup>	5.192,7	571,4	123,5	169,9	278,0	3.836,0	13,3	54,6	3.768,1	785,4	399,3	133,7	75,0	576,6
Operaciones														
2013	-4,2	-18,1	-4,0	-6,8	-7,3	27,2	-1,4	-1,5	30,1	-13,3	-10,7	-3,5	-3,7	-6,1
2014 I	-9,8	-4,4	-1,5	-1,6	-1,3	0,3	0,2	-1,0	1,1	-5,7	-2,1	-1,2	-0,4	-4,0
II	-22,8	2,5	-1,0	4,1	-0,7	-32,0	0,1	-0,3	-31,8	6,7	0,0	6,9	0,1	-0,3
2014 May	-42,5	-1,9	-1,6	-0,6	0,3	-39,9	-0,1	-0,5	-39,3	-0,8	-0,1	-1,2	0,1	0,3
Jun	15,6	4,2	1,0	4,2	-1,0	4,6	0,2	0,2	4,2	6,8	0,9	8,4	-0,1	-1,5
Jul <sup>(p)</sup>	-0,6	-0,9	-2,4	0,9	0,6	6,9	0,0	0,1	6,8	-6,6	-0,7	-7,1	-0,1	0,7
Tasas de crecimiento														
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
2014 I	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,6	-2,8	0,6	-1,8	-2,1	-2,8	-2,8	-1,5
II	-0,7	-1,5	-2,2	0,1	-2,1	-0,4	-5,0	-2,8	-0,3	-1,4	-1,6	-0,5	-2,7	-1,5
2014 May	-0,7	-2,2	-1,7	-3,1	-1,9	-0,3	-5,6	-3,5	-0,2	-1,7	-2,0	-1,9	-2,5	-1,6
Jun	-0,7	-1,5	-2,2	0,1	-2,1	-0,4	-5,0	-2,8	-0,3	-1,4	-1,6	-0,5	-2,7	-1,5
Jul <sup>(p)</sup>	-0,5	-1,8	-3,6	0,4	-2,2	-0,1	2,4	-3,4	-0,1	-1,3	-1,2	-0,7	-3,1	-1,3

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>

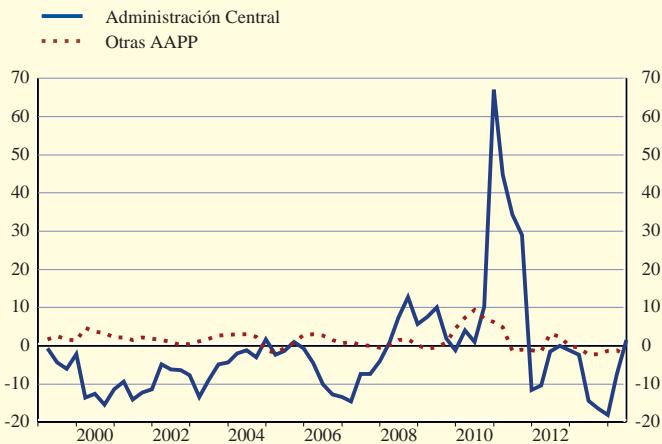
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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
Saldos vivos										
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	2.726,0	1.788,1	937,9	56,5	881,4
2013 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	2.726,0	1.788,1	937,9	56,5	881,4
2014 I	1.092,9	289,2	213,5	562,0	28,2	2.864,4	1.904,3	960,1	58,4	901,7
II <sup>(p)</sup>	1.087,7	295,6	207,4	556,1	28,5	2.933,4	1.957,2	974,9	57,8	917,2
Operaciones										
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	-72,7	-75,9	3,2	-2,1	5,3
2013 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	-10,9	3,0	-13,9	-2,2	-11,8
2014 I	9,1	8,5	-0,3	1,0	-0,1	135,1	113,4	21,6	2,1	19,5
II <sup>(p)</sup>	-4,5	6,4	-6,1	-5,1	0,6	47,4	36,8	9,3	-1,0	10,3
Tasas de crecimiento										
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 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	-3,0	-7,6	-1,7	-1,4	8,5	1,8	3,5	-1,3	1,8	-1,5
II <sup>(p)</sup>	-1,4	1,5	-5,0	-1,7	2,7	2,9	4,1	0,4	2,3	0,2

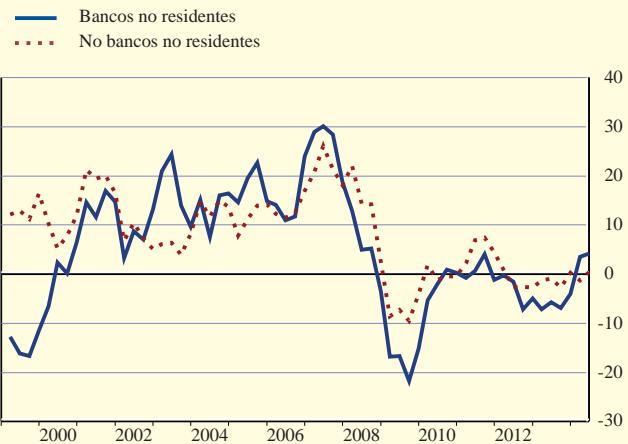
### G7 Préstamos a las AAPP<sup>2)</sup>

(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)

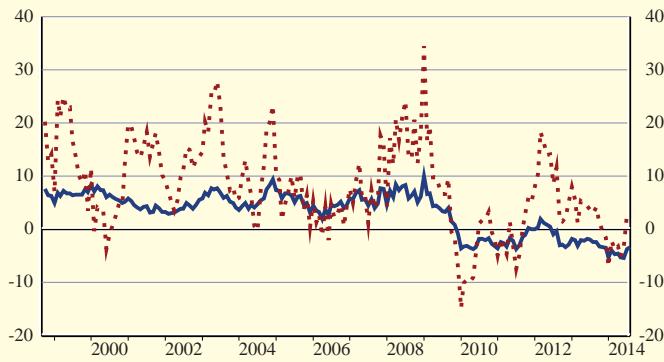
### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros							Cesiones temporales	A través de entidades de contrapartida central
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso				
			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	
Saldos vivos																
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2.020,0	410,1	236,6	1.021,0	13,6	0,3	338,6	260,8	
2013	653,6	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.861,8	424,7	221,4	942,7	16,4	0,5	256,1	184,2	
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	
II	654,5	109,3	75,4	449,5	8,1	0,1	12,1	1.796,9	442,0	212,9	871,3	16,5	0,2	254,0	171,2	
2014 Abr	664,9	113,4	77,9	452,8	8,0	0,1	12,7	1.804,0	434,8	220,0	889,6	17,7	0,5	241,4	162,8	
May	658,8	110,4	77,3	451,1	8,1	0,1	11,8	1.783,2	437,5	220,3	879,2	16,7	0,3	229,0	147,2	
Jun	654,5	109,3	75,4	449,5	8,1	0,1	12,1	1.796,9	442,0	212,9	871,3	16,5	0,2	254,0	171,2	
Jul <sup>(p)</sup>	661,8	114,6	75,5	447,2	8,1	0,1	16,2	1.790,2	435,1	214,2	864,9	16,6	0,2	259,1	169,6	
Operaciones																
2012	-12,3	15,2	2,9	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-181,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	13,2	9,4	
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-54,7	14,8	-14,8	-76,6	3,0	0,3	18,6	32,6	
2014 I	11,3	15,0	1,2	-6,8	0,9	0,0	1,0	-13,1	14,3	-6,4	-20,8	2,0	-0,1	-2,1	-7,1	
II	-11,1	-2,1	-2,6	-6,5	0,0	0,0	0,0	-47,9	1,1	-2,4	-44,7	-1,5	-0,2	-0,2	-5,9	
2014 Abr	-0,2	2,1	-0,1	-2,9	0,0	0,0	0,6	-38,6	-4,7	5,0	-25,6	-0,7	0,1	-12,7	-14,3	
May	-6,3	-3,1	-0,6	-1,7	0,1	0,0	-0,9	-23,0	1,3	0,0	-11,3	-0,5	-0,2	-12,4	-15,6	
Jun	-4,6	-1,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,3	13,7	4,5	-7,5	-7,8	-0,2	-0,1	24,9	24,0	
Jul <sup>(p)</sup>	7,1	5,1	0,1	-2,4	0,0	0,0	4,2	-6,0	-4,8	1,0	-7,4	0,1	0,0	5,0	-1,6	
Tasas de crecimiento																
2012	-1,7	16,5	3,8	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,2	6,0	-17,3	-14,0	-14,0	-	2,9	2,5	
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-2,9	3,6	-6,3	-7,5	21,8	-	2,7	10,5	
2014 I	-4,5	-2,0	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,7	0,0	-9,3	-9,1	23,5	-	-14,3	-12,8	
II	-3,6	4,8	-4,0	-6,3	9,3	-	34,7	-10,9	-3,0	-7,7	-11,7	1,4	-	-20,5	-23,8	
2014 Abr	-5,3	-4,2	-7,1	-5,3	5,2	-	-6,6	-8,7	-2,4	-4,7	-10,7	13,0	-	-16,3	-16,8	
May	-5,3	-1,4	-7,3	-6,2	4,4	-	1,6	-10,0	-1,4	-4,8	-11,1	12,6	-	-23,4	-27,8	
Jun	-3,6	4,8	-4,0	-6,3	9,3	-	34,7	-10,9	-3,0	-7,7	-11,7	1,4	-	-20,5	-23,8	
Jul <sup>(p)</sup>	-3,3	4,8	-6,8	-5,9	4,7	-	53,8	-8,1	0,2	-8,1	-11,9	-1,5	-	-8,3	-9,8	

### G9 Depósitos de empresas de seguros y fondos de pensiones<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

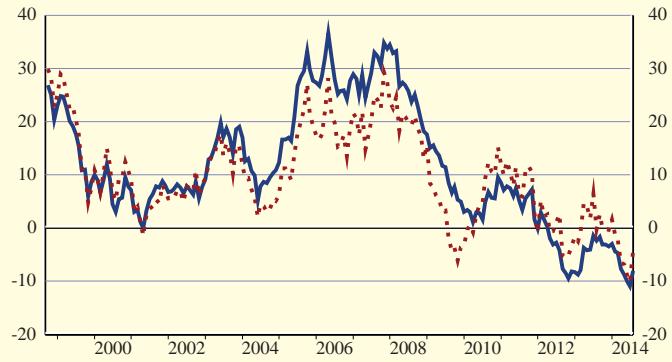
- Total depósitos
- Depósitos incluidos en M3<sup>3)</sup>



### G10 Depósitos de otros intermediarios financieros<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

- Total depósitos
- Depósitos incluidos en M3<sup>3)</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) 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	
			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
	Saldos vivos												
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
2013	1.873,9	1.236,7	404,4	122,8	91,7	1,8	16,5	6.263,3	2.521,5	877,4	806,7	1.969,3	83,9
2014 I	1.852,6	1.214,7	400,3	126,4	95,8	1,8	13,6	6.287,4	2.538,5	869,7	813,7	1.976,0	83,7
II	1.874,7	1.248,5	384,1	127,3	97,9	2,0	14,9	6.339,5	2.615,2	855,7	807,8	1.974,5	82,1
2014 Abr	1.854,2	1.213,4	399,3	126,5	96,4	1,8	16,8	6.300,3	2.562,6	863,2	811,3	1.974,3	83,5
May	1.875,5	1.238,5	393,5	126,5	98,3	1,9	16,8	6.322,8	2.589,5	860,4	809,5	1.975,1	83,3
Jun	1.874,7	1.248,5	384,1	127,3	97,9	2,0	14,9	6.339,5	2.615,2	855,7	807,8	1.974,5	82,1
Jul <sup>(p)</sup>	1.876,3	1.243,0	392,0	127,7	98,6	2,0	13,1	6.341,0	2.624,0	852,8	804,8	1.971,7	82,7
	Operaciones												
2012	82,2	99,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,6	90,2	33,9	21,6	100,8	-9,5
2013	119,6	92,4	-3,7	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,4	176,8	-100,1	59,5	32,2	-14,1
2014 I	-25,9	-25,6	-4,8	3,3	4,1	0,1	-2,9	20,9	15,0	-8,4	6,8	6,4	-0,2
II	17,1	31,7	-17,0	0,9	0,3	0,1	1,1	54,6	77,7	-14,1	-6,0	0,3	-1,7
2014 Abr	1,6	-1,1	-1,2	0,1	0,6	0,0	3,2	12,8	24,0	-6,4	-2,6	-1,7	-0,3
May	16,5	22,6	-6,3	0,0	0,2	0,1	-0,1	25,1	28,2	-3,1	2,5	-0,2	-0,5
Jun	-1,1	10,2	-9,6	0,7	-0,5	0,1	-2,0	16,6	25,5	-4,6	-1,7	-0,6	-1,2
Jul <sup>(p)</sup>	-0,8	-6,9	7,4	-0,1	0,6	0,0	-1,8	0,8	8,4	-3,2	-3,0	-2,9	0,6
	Tasas de crecimiento												
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
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	-57,0
2014 I	6,2	8,4	-2,5	15,4	5,6	16,7	23,4	2,0	6,8	-9,9	7,5	0,6	-10,1
II	6,4	8,5	-1,8	10,6	5,0	26,4	40,3	2,1	6,9	-8,0	5,0	0,3	-30,5
2014 Abr	6,1	7,7	-1,7	14,1	5,5	27,1	51,4	2,0	6,9	-9,4	6,6	0,3	-8,8
May	6,5	8,1	-0,3	11,5	5,3	22,1	27,9	2,2	7,5	-8,8	5,5	0,3	-6,9
Jun	6,4	8,5	-1,8	10,6	5,0	26,4	40,3	2,1	6,9	-8,0	5,0	0,3	-7,0
Jul <sup>(p)</sup>	6,2	8,2	-0,6	9,4	4,1	24,1	26,9	2,1	7,1	-7,6	4,0	0,1	-5,1

### G11 Depósitos de sociedades no financieras<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

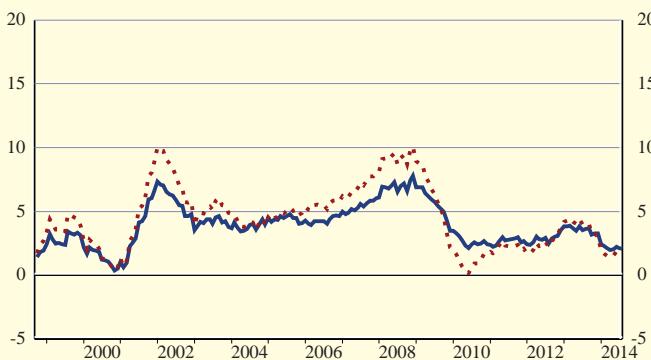
- Total depósitos
- Depósitos incluidos en M3<sup>4)</sup>



### G12 Depósitos de hogares<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

- Total depósitos
- Depósitos 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)

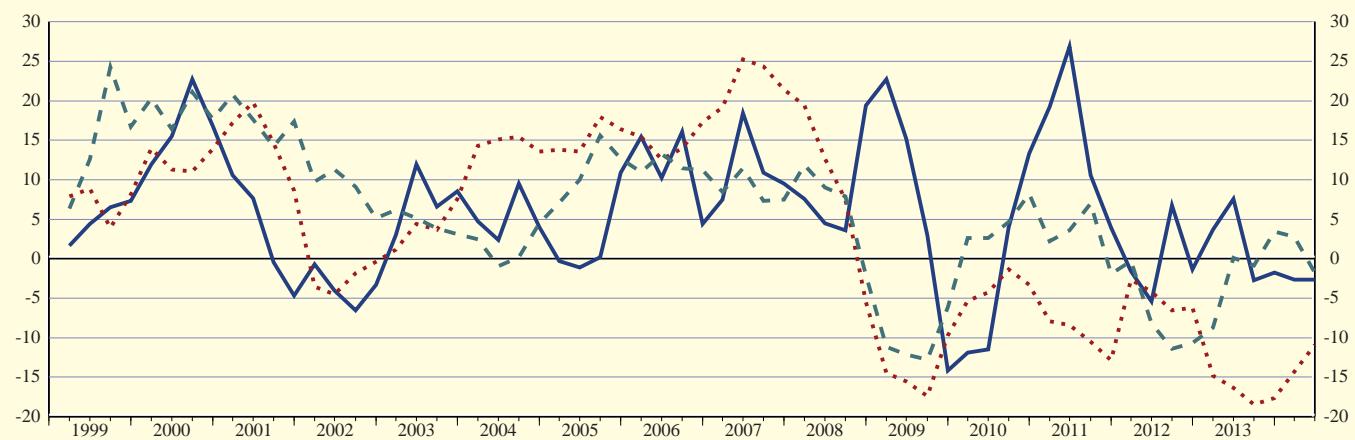
### 3. Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro

	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
Saldos vivos										
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 III	495,5	190,9	70,7	113,6	120,2	2.666,1	1.737,5	928,6	43,0	885,6
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	488,0	181,1	73,1	110,7	123,3	2.594,9	1.667,7	927,2	33,8	893,4
II <sup>(p)</sup>	534,0	214,8	72,5	113,2	133,5	2.581,9	1.658,4	922,0	31,2	890,8
Operaciones										
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,1	-135,6	-104,5	-5,1	-99,4
2013	-8,0	-17,9	1,1	-2,6	11,3	-324,7	-355,1	30,4	-8,8	39,3
2013 III	-49,8	-44,7	-0,1	-1,7	-3,3	-128,8	-127,6	-1,2	7,9	-9,1
IV	-55,2	-39,1	-6,6	-4,5	-5,0	-124,7	-95,8	-28,9	-13,0	-15,9
2014 I	45,5	28,5	9,0	1,3	6,7	63,2	38,1	25,1	3,9	21,2
II <sup>(p)</sup>	45,4	33,8	-0,6	2,6	9,7	-29,7	-19,7	-11,5	-2,7	-8,8
Tasas de crecimiento										
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 III	-2,8	-5,4	-24,1	2,1	16,3	-13,1	-18,4	-0,9	2,0	-1,0
IV	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2014 I	-2,6	-13,5	9,0	-1,2	9,0	-9,0	-14,4	2,8	-7,8	3,2
II <sup>(p)</sup>	-2,7	-9,4	2,3	-2,0	6,5	-7,8	-10,9	-1,8	-11,0	-1,4

## G13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

- AAPP
- Bancos no residentes
- - No bancos no residentes



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>

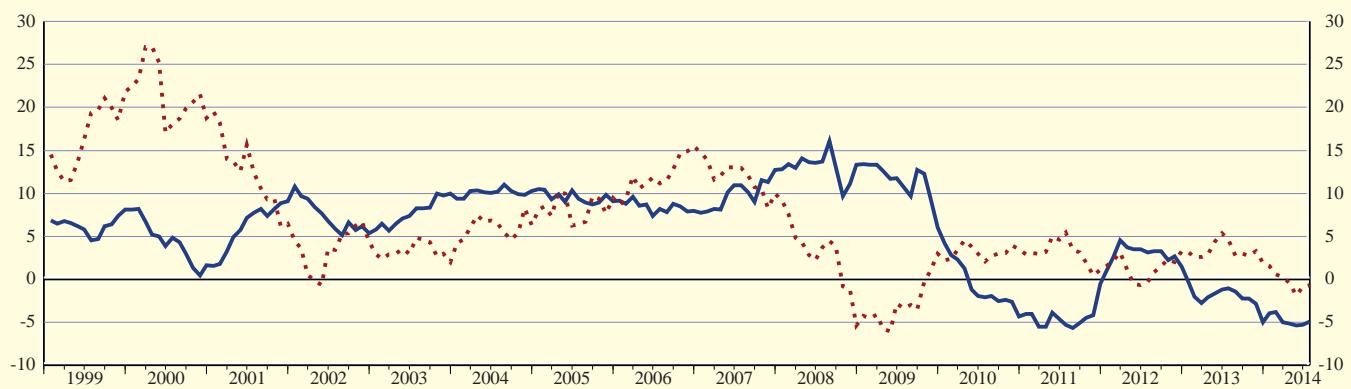
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

	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
Saldos vivos												
2012	5.774,7	1.748,7	102,9	1.594,2	32,8	1.399,6	23,6	872,8	1.528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5.472,0	1.540,6	102,7	1.674,1	20,3	1.307,0	28,7	798,6	1.561,4	457,0	775,5	328,9
2014 I	5.503,2	1.504,2	113,7	1.755,4	19,2	1.277,8	29,4	803,6	1.560,3	462,4	786,6	311,3
II	5.523,8	1.469,0	112,8	1.788,8	19,7	1.270,2	32,5	830,8	1.547,8	449,2	787,4	311,1
2014 Abr	5.490,6	1.506,1	111,5	1.772,0	18,6	1.243,4	28,7	810,2	1.577,5	460,0	807,8	309,7
May	5.533,7	1.481,1	113,2	1.788,0	18,9	1.284,3	31,4	816,9	1.570,7	458,8	797,0	315,0
Jun	5.523,8	1.469,0	112,8	1.788,8	19,7	1.270,2	32,5	830,8	1.547,8	449,2	787,4	311,1
Jul <sup>(p)</sup>	5.512,2	1.453,5	112,1	1.778,9	20,8	1.275,7	31,2	840,0	1.546,7	450,3	788,1	308,2
Operaciones												
2012	83,1	-17,5	16,0	191,1	10,5	-67,8	-4,0	-45,2	49,8	6,6	37,9	5,3
2013	-288,3	-220,3	-0,3	65,5	-11,3	-93,0	5,9	-34,8	29,7	-12,4	13,4	28,7
2014 I	10,0	-38,8	10,5	58,4	-1,4	-20,7	0,5	1,5	-4,3	-0,5	12,6	-16,4
II	-8,5	-36,4	-3,4	16,6	0,0	-6,6	2,4	18,8	2,7	-1,0	5,3	-1,6
2014 Abr	-18,6	1,7	-2,3	12,4	-0,6	-35,8	-0,7	6,8	15,5	-2,2	19,6	-1,8
May	25,8	-26,2	-0,1	11,1	-0,1	39,9	2,1	-0,9	-9,9	-1,1	-12,9	4,1
Jun	-15,7	-11,9	-0,9	-6,9	0,7	-10,7	1,0	13,0	-3,0	2,3	-1,4	-3,9
Jul <sup>(p)</sup>	-25,9	-15,9	-2,2	-14,0	0,8	5,0	-1,8	2,2	2,6	1,1	4,4	-2,9
Tasas de crecimiento												
2012	1,5	-1,0	18,3	14,0	47,7	-4,6	-14,6	-4,8	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,6	25,2	-4,0	1,9	-2,6	1,8	9,7
2014 I	-5,0	-11,7	-6,4	2,7	-36,9	-7,0	11,0	-2,4	0,2	-0,7	1,0	-0,4
II	-5,3	-11,4	-5,1	-1,3	-33,2	-7,4	19,9	2,2	-0,9	-2,9	0,5	-1,1
2014 Abr	-5,1	-11,3	-6,2	3,4	-38,1	-9,9	1,8	-0,8	-0,3	-0,5	0,0	-1,1
May	-5,4	-11,9	-5,5	0,9	-37,9	-7,4	10,8	-1,3	-1,8	-3,9	-0,9	-1,1
Jun	-5,3	-11,4	-5,1	-1,3	-33,2	-7,4	19,9	2,2	-0,9	-2,9	0,5	-1,1
Jul <sup>(p)</sup>	-4,9	-11,7	-8,7	0,0	-29,9	-6,9	8,7	2,9	-0,6	-4,6	2,6	-2,6

## G14 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

- Valores distintos de acciones
- Acciones y otras participaciones



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	5.790,4	-	-	-	-	-	-	12.196,7	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5
2013	5.249,7	-	-	-	-	-	-	11.731,5	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4
2014 I	5.211,2	-	-	-	-	-	-	11.731,3	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,3
II <sup>(p)</sup>	5.193,0	-	-	-	-	-	-	11.694,3	96,7	3,3	1,8	0,1	0,9	0,4
<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	1.788,1	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,9	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2014 I	1.904,3	39,1	60,9	39,1	2,6	3,6	10,1	960,1	40,5	59,5	37,9	2,7	2,6	9,4
II <sup>(p)</sup>	1.957,2	38,5	61,5	40,1	2,8	3,9	9,3	974,9	39,9	60,1	37,3	3,6	2,5	9,7
<b>Valores distintos de acciones</b>														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
2012	1.851,6	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	1.643,3	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3.030,1	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2014 I	1.617,9	93,0	7,0	2,9	0,1	0,2	3,3	3.081,8	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,5
II <sup>(p)</sup>	1.581,8	92,9	7,1	2,8	0,1	0,3	3,4	3.111,2	98,3	1,7	0,9	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	421,7	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	423,4	52,9	47,1	20,0	0,2	0,4	19,8	380,2	37,4	62,6	37,6	5,0	0,7	10,3
II <sup>(p)</sup>	432,3	52,6	47,4	21,2	0,3	0,5	20,0	398,6	37,7	62,3	38,3	4,8	0,8	10,0
<b>Depósitos</b>														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
2012	6.155,3	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11.040,0	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013	5.552,6	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11.093,5	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2014 I	5.517,5	93,0	7,0	4,4	0,2	1,1	0,7	11.136,8	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
II <sup>(p)</sup>	5.525,8	92,8	7,2	4,6	0,2	1,0	0,8	11.199,5	96,7	3,3	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
2014 I	1.667,7	51,5	48,5	33,8	1,6	1,5	7,2	927,2	53,8	46,2	30,0	2,2	1,0	6,6
II <sup>(p)</sup>	1.658,4	49,5	50,5	35,4	2,0	1,6	7,4	922,0	52,0	48,0	30,3	2,6	1,1	7,3

### 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						
1	2	3	4	5	6	7			
2012	5.068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9			
2013	4.582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8			
2014 I	4.550,7	80,5	19,5	11,0	1,3	1,8			
II <sup>(p)</sup>	4.493,7	79,6	20,4	11,6	1,2	1,8			

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 los 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 Dic	7.941,7	517,2	3.112,0	2.369,9	1.117,6	254,3	570,6
2014 Ene	8.036,2	534,2	3.172,8	2.340,6	1.119,8	256,1	612,7
Feb	8.204,0	543,4	3.215,6	2.421,4	1.144,1	256,3	623,1
Mar	8.368,4	557,4	3.279,2	2.417,7	1.179,3	255,2	679,5
Abr	8.459,4	558,0	3.329,6	2.430,7	1.185,6	259,7	695,9
May	8.683,5	561,6	3.404,9	2.521,8	1.218,7	264,8	711,7
Jun <sup>(p)</sup>	8.759,6	560,7	3.446,0	2.612,3	1.190,1	262,2	688,3
Operaciones							
2013 IV	60,6	3,1	6,2	43,5	51,5	3,5	-47,6
2014 I	221,3	44,7	103,2	44,0	21,8	-1,4	9,0
II <sup>(p)</sup>	156,4	20,6	105,9	52,7	28,2	7,2	-58,2

### 2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Mantenidas por no residentes en la zona del euro	Mantenidas por no residentes en la zona del euro	Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro	Fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7		
Saldos vivos									
2013 Dic	7.941,7	169,7	7.263,2	5.329,0	885,9	1.934,2	508,8		
2014 Ene	8.036,2	180,4	7.295,5	5.351,9	886,9	1.943,6	560,4		
Feb	8.204,0	184,1	7.448,8	5.468,5	907,1	1.980,3	571,1		
Mar	8.368,4	189,9	7.531,4	5.549,8	927,9	1.981,5	647,2		
Abr	8.459,4	192,7	7.585,8	5.598,7	932,0	1.987,1	680,8		
May	8.683,5	188,9	7.798,5	5.735,9	961,5	2.062,6	696,1		
Jun <sup>(p)</sup>	8.759,6	184,3	7.915,3	5.796,4	954,5	2.118,8	661,1		
Operaciones									
2013 IV	60,6	0,7	111,2	93,4	43,8	26,4	-56,0		
2014 I	221,3	24,6	109,6	134,7	20,5	-37,8	87,1		
II <sup>(p)</sup>	156,4	-1,5	155,4	119,9	27,1	52,7	3,6		

### 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
Saldos vivos										
2013 Nov	7.244,3	2.450,5	2.006,3	1.804,4	339,0	158,6	485,5	7.150,8	93,5	836,9
Dic	7.263,2	2.471,4	2.043,2	1.806,4	343,5	155,2	443,6	7.166,9	96,3	819,6
2014 Ene	7.295,5	2.501,4	2.015,1	1.822,8	345,9	158,2	452,1	7.194,8	100,7	855,3
Feb	7.448,8	2.531,3	2.084,9	1.865,8	347,1	159,0	460,7	7.347,1	101,6	855,3
Mar	7.531,4	2.560,6	2.092,5	1.894,2	349,6	163,3	471,0	7.429,6	101,7	835,5
Abr	7.585,8	2.576,9	2.111,7	1.912,8	351,5	159,7	473,2	7.483,3	102,5	836,5
May	7.798,5	2.634,4	2.193,2	1.963,5	360,3	163,6	483,6	7.694,2	104,2	839,2
Jun <sup>(p)</sup>	7.915,3	2.659,2	2.229,6	1.999,6	357,1	171,3	498,5	7.810,6	104,7	824,4
Operaciones										
2013 Dic	38,3	-8,8	19,5	14,3	3,5	7,3	2,6	34,6	3,8	-14,7
2014 Ene	46,6	8,2	13,3	19,3	2,2	0,7	2,9	46,1	0,4	29,7
Feb	58,5	22,7	13,0	20,6	0,0	1,5	0,8	57,7	0,8	4,9
Mar	4,6	13,3	-12,5	10,0	1,4	-4,7	-3,0	15,1	-10,5	-19,6
Abr	39,5	7,2	21,1	13,2	1,9	-3,3	-0,6	39,3	0,1	0,8
May	69,4	21,6	13,2	22,2	7,4	0,8	4,2	69,1	0,3	-2,5
Jun <sup>(p)</sup>	46,6	6,0	-0,5	28,8	-4,0	4,9	11,4	46,5	0,1	-16,5

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	Administraciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2013 III	3.096,9	1.686,8	394,4	798,5	257,4	9,0	227,4	1.410,1	343,5	548,7	14,9
IV	3.112,0	1.708,0	390,3	807,3	264,5	10,4	235,5	1.404,0	346,4	547,9	13,7
2014 I	3.279,2	1.845,2	414,7	856,8	299,6	11,8	262,2	1.438,1	396,2	553,4	14,5
II (p)	3.446,0	1.780,6	395,1	833,5	285,8	10,7	257,3	1.668,7	301,0	461,2	12,2
Operaciones											
2013 IV	6,2	9,2	-6,0	2,0	5,9	1,1	6,3	-3,1	6,1	-5,7	-0,6
2014 I	103,2	166,4	11,5	81,3	43,6	1,0	29,0	-68,6	136,3	143,1	3,4
II (p)	105,9	29,4	1,6	11,8	9,5	0,8	5,7	76,3	11,9	19,0	0,1

### 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	Administraciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2013 III	2.228,6	817,2	72,6	-	56,2	30,4	658,1	1.411,3	197,8	502,7	112,8
IV	2.369,9	886,3	85,4	-	64,7	35,5	700,7	1.483,6	215,4	536,0	123,2
2014 I	2.417,7	919,0	92,1	-	63,3	33,3	730,3	1.498,7	215,9	553,6	116,5
II (p)	2.612,3	874,1	88,6	-	61,5	27,0	696,8	1.738,2	182,9	462,4	91,4
Operaciones											
2013 IV	43,5	18,3	3,6	-	2,4	1,6	10,7	23,4	8,7	0,5	10,0
2014 I	44,0	131,6	21,0	-	48,9	1,1	60,6	-97,9	51,8	149,3	34,8
II (p)	52,7	14,7	7,8	-	4,7	-1,4	3,6	38,2	7,8	12,1	4,8

### 3. Participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario

	Total		Zona del euro					Resto del mundo			
	Total	IFM <sup>2)</sup>	Administraciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2013 III	1.064,3	924,0	86,2	-	837,7	-	-	140,3	33,8	47,6	0,5
IV	1.117,6	971,0	85,1	-	885,9	-	-	146,6	36,6	49,4	0,5
2014 I	1.179,3	1.016,1	88,2	-	927,9	-	-	163,3	40,5	59,9	0,4
II (p)	1.190,1	1.031,2	76,8	-	954,5	-	-	158,8	37,9	57,0	0,5
Operaciones											
2013 IV	51,5	43,5	-0,3	-	43,8	-	-	8,0	3,9	2,0	0,0
2014 I	21,8	22,3	1,7	-	20,5	-	-	-0,4	7,5	5,9	0,0
II (p)	28,2	26,1	-1,0	-	27,1	-	-	2,1	2,2	0,7	0,0

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) 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	No dados de baja del balance de las IFM <sup>1)</sup>	Otros intermediarios financieros, empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Administraciones Públicas										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13					
Saldos vivos																		
2013 II	1.998,7	271,3	1.349,3	1.041,5	456,5	162,1	24,6	3,6	117,5	192,7	88,3	36,4	60,7					
III	1.959,8	264,2	1.326,8	1.031,8	449,6	156,2	20,1	3,5	115,2	180,2	87,4	36,8	64,3					
IV	1.916,0	252,8	1.292,3	1.010,2	442,6	145,4	19,7	3,1	113,9	178,8	89,7	38,3	64,1					
2014 I	1.884,6	253,4	1.256,7	976,7	430,4	158,1	21,1	3,1	97,8	163,2	101,6	44,7	64,9					
II	1.860,6	236,9	1.250,2	975,5	421,9	163,5	19,6	0,1	91,4	164,8	100,7	43,4	64,5					
Operaciones																		
2013 II	-32,5	-15,3	-16,6	-8,0	-	-1,5	-1,4	-0,4	-5,3	1,5	2,7	-1,7	-3,1					
III	-39,8	-6,9	-21,5	-9,3	-	-5,5	-4,3	0,0	-2,3	-12,7	-0,7	0,5	1,4					
IV	-45,5	-11,3	-34,3	-21,6	-	-10,6	-0,6	-0,4	-1,2	-0,5	2,4	1,2	-3,0					
2014 I	-41,7	-11,1	-27,9	-27,6	-	0,3	-0,4	0,0	-0,2	-2,4	-1,3	-0,1	1,2					
II	-20,1	-16,4	1,0	4,5	-	5,1	-1,3	-0,4	-6,8	0,7	-0,3	-1,5	-3,5					

### 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			
Saldos vivos										
2013 II	1.998,7	129,4	1.615,2	56,2	1.559,0	29,4	224,8			
III	1.959,8	124,2	1.580,6	56,1	1.524,5	28,8	226,2			
IV	1.916,0	117,3	1.541,1	61,0	1.480,1	29,0	228,6			
2014 I	1.884,6	143,5	1.474,0	81,0	1.393,0	28,0	239,0			
II	1.860,6	130,6	1.467,0	79,6	1.387,3	26,9	236,1			
Operaciones										
2013 II	-32,5	-12,1	-15,0	0,0	-15,1	-1,6	-3,8			
III	-39,8	-3,9	-35,5	-0,1	-35,3	-0,7	0,2			
IV	-45,5	-6,2	-39,5	4,8	-44,3	0,7	-0,5			
2014 I	-41,7	-1,5	-43,5	-4,7	-38,8	0,4	2,8			
II	-20,1	-13,5	-4,8	-3,4	-1,4	-1,3	-0,4			

### 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						No residentes en la zona del euro	
	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					
		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	
Saldos vivos														
2013 II	1.041,5	759,7	226,0	20,9	0,2	5,5	29,3	192,7	114,3	32,9	81,4	32,4	78,4	
III	1.031,8	757,9	216,2	21,5	0,2	5,5	30,5	180,2	109,7	29,0	80,6	31,0	70,6	
IV	1.010,2	740,8	204,7	26,8	0,2	5,4	32,2	178,8	107,6	28,7	78,8	33,6	71,2	
2014 I	976,7	725,6	193,2	24,7	0,2	5,3	27,7	163,2	98,9	26,0	72,8	34,1	64,4	
II	975,5	728,6	190,4	25,1	0,2	5,4	25,9	164,8	101,5	24,2	77,3	37,9	63,3	
Operaciones														
2013 II	-8,0	7,7	-5,6	0,2	0,0	-0,2	0,0	1,5	3,2	0,7	2,5	0,1	-1,8	
III	-9,3	-2,1	-8,9	0,7	0,0	0,0	0,9	-12,7	-4,8	-4,0	-0,8	-1,4	-7,9	
IV	-21,6	-17,3	-11,2	5,3	0,0	-0,1	1,7	-0,5	-1,8	-0,1	-1,7	1,9	1,2	
2014 I	-27,6	-15,4	-8,7	-0,8	0,0	-0,1	-2,5	-2,4	-2,5	-0,4	-2,1	-1,4	0,1	
II	4,5	2,9	-1,3	0,1	0,0	0,1	2,6	0,7	2,1	-1,8	3,9	3,6	-1,4	

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 titulizaciones 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 II	7.146,0	775,6	465,1	2.741,2	843,3	1.621,9	79,7	254,2	216,1	148,9
III	7.148,0	792,4	463,9	2.764,6	788,2	1.582,7	87,4	255,5	264,8	148,4
IV	7.158,9	785,2	473,6	2.725,1	793,2	1.615,9	91,2	253,5	271,1	150,1
2012 I	7.444,9	797,5	472,9	2.868,9	806,4	1.712,6	103,2	258,1	276,9	148,4
II	7.470,3	786,3	471,9	2.882,4	801,6	1.717,1	107,0	261,4	293,7	149,1
III	7.684,8	785,8	481,4	2.996,3	819,1	1.796,2	109,1	263,0	284,6	149,3
IV	7.771,8	788,5	480,4	3.042,9	817,2	1.837,7	110,4	261,7	281,6	151,3
2013 I	7.942,1	797,5	477,1	3.107,6	834,1	1.913,9	115,5	266,5	279,1	150,9
II	7.882,4	776,7	476,1	3.098,4	830,5	1.907,9	100,0	265,4	275,2	152,2
III	7.974,7	769,8	480,2	3.114,3	850,6	1.983,5	95,4	265,2	262,6	153,0
IV	8.075,2	755,6	482,9	3.186,4	871,2	2.027,3	83,0	263,9	250,5	154,4
2014 I <sup>(p)</sup>	8.336,1	763,9	500,6	3.282,0	884,9	2.098,4	101,8	272,1	277,0	155,5

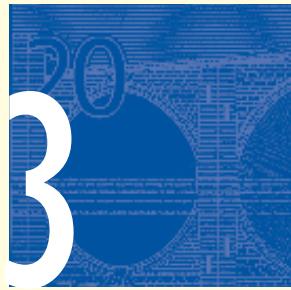
### 2. Tenencias de valores distintos de acciones

	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
2011 II	2.741,2	2.325,1	628,4	1.288,1	234,6	16,7	157,2	416,1
III	2.764,6	2.346,7	635,0	1.309,5	226,8	16,7	158,6	418,0
IV	2.725,1	2.303,0	634,7	1.264,8	223,3	16,3	163,9	422,1
2012 I	2.868,9	2.418,6	667,3	1.321,6	235,0	16,9	177,7	450,3
II	2.882,4	2.413,9	674,1	1.303,3	238,1	16,7	181,7	468,5
III	2.996,3	2.502,9	704,8	1.342,5	245,2	17,1	193,4	493,4
IV	3.042,9	2.536,9	688,6	1.382,5	250,3	17,7	197,7	506,0
2013 I	3.107,6	2.614,9	718,0	1.414,9	255,3	17,4	209,3	492,7
II	3.098,4	2.596,3	685,2	1.431,0	254,9	17,4	207,8	502,2
III	3.114,3	2.603,1	684,9	1.432,7	257,8	17,8	209,9	511,1
IV	3.186,4	2.657,2	659,0	1.509,1	256,9	18,0	214,3	529,2
2014 I <sup>(p)</sup>	3.282,0	2.738,5	663,3	1.583,4	255,8	18,3	217,6	543,5

### 3. Pasivo y patrimonio neto

	Pasivo								Patrimonio neto	
	Total	Préstamos recibidos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Reservas técnicas de seguro					
					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 II	6.944,0	263,0	42,4	454,1	6.007,4	3.352,4	1.842,1	813,0	177,0	202,1
III	7.052,5	270,7	41,6	409,3	6.140,1	3.332,9	1.995,7	811,5	190,7	95,6
IV	7.067,8	263,7	41,3	408,1	6.167,7	3.345,2	2.018,4	804,0	187,1	91,1
2012 I	7.226,6	271,3	43,4	439,6	6.282,6	3.380,5	2.078,4	823,6	189,8	218,3
II	7.292,4	280,8	42,2	421,1	6.350,6	3.375,7	2.147,9	827,0	197,8	177,9
III	7.365,7	292,0	44,1	452,2	6.389,6	3.422,1	2.142,2	825,3	187,9	319,0
IV	7.467,5	266,5	49,0	480,6	6.460,8	3.458,5	2.183,5	818,7	210,6	304,3
2013 I	7.580,2	278,6	48,6	496,8	6.542,3	3.503,0	2.196,2	843,0	213,9	361,9
II	7.628,2	277,8	45,4	505,2	6.577,3	3.517,7	2.220,2	839,4	222,5	254,3
III	7.652,4	276,1	46,0	522,3	6.594,0	3.558,6	2.197,5	837,9	214,0	322,3
IV	7.749,2	266,4	47,2	540,8	6.674,5	3.601,4	2.238,3	834,8	220,4	325,9
2014 I <sup>(p)</sup>	7.941,7	279,0	48,4	540,8	6.832,3	3.667,3	2.297,4	867,6	241,1	394,5

Fuente: BCE.



## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	2014 I	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>							
Exportaciones de bienes y servicios							632
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>							-57
<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	1.130	113	721	55	242		
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	20	8	4	5	4		
Consumo de capital fijo	385	103	219	12	52		
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	571	281	254	36	0		
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>							
Excedente neto de explotación y renta mixta							
Remuneración de los asalariados							7
Impuestos menos subvenciones sobre la producción							
Rentas de la propiedad	590	30	229	267	64	105	
Intereses	305	28	52	161	64	43	
Otras rentas de la propiedad	286	2	177	106	0	63	
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	1.993	1.609	118	32	233		
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>							
Renta nacional neta							
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	272	225	39	8	0	2	
Cotizaciones sociales	444	444					1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	473	1	17	34	420	1	
Otras transferencias corrientes	213	72	26	49	66	10	
Primas netas de seguros no vida	47	35	11	1	1	1	
Indemnizaciones de seguros no vida	47			47		1	
Otras	119	37	16	1	65	8	
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	1.952	1.432	68	42	410		
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>							
Renta disponible neta							
Gasto en consumo final	1.875	1.374				502	
Gasto en consumo individual	1.690	1.374				316	
Gasto en consumo colectivo	185					185	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16	0	1	15	0	0	
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	77	74	67	27	-91	-33	
<b>Cuenta de capital</b>							
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior							
Formación bruta de capital	430	129	244	10	46		
Formación bruta de capital fijo	410	126	228	10	46		
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	19	3	16	0	0		
Consumo de capital fijo	0	-1	1	-1	0	0	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	27	8	0	1	17	4	
Transferencias de capital	7	6	0	0		0	
Impuestos sobre el capital	20	2	0	1	17	4	
Otras transferencias de capital	35	48	55	29	-97	-35	
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	0	24	-24	0	0	0	
Discrepancia estadística							

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	2014 I	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>							
Importaciones de bienes y servicios							575
<i>Balanza comercial</i>							
<b>Cuenta de explotación</b>							
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.107		504	1.197	108	298	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	255						
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.362						
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	571		281	254	36	0	
Remuneración de los asalariados	1.135		1.135				3
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	273						273
Rentas de la propiedad	604		223	94	263	24	92
Intereses	294		49	29	209	8	53
Otras rentas de la propiedad	309		174	64	55	16	39
<i>Renta nacional neta</i>							
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>							
Renta nacional neta	1.993		1.609	118	32	233	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	273						273
Cotizaciones sociales	443		1	18	53	371	2
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	471		471				2
Otras transferencias corrientes	173		92	14	48	20	49
Primas netas de seguros no vida	47						1
Indemnizaciones de seguros no vida	46		36	8	1	0	2
Otras	81		56	6	0	19	46
<i>Renta disponible neta</i>							
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>							
Renta disponible neta	1.952		1.432	68	42	410	
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	16		16				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	77		74	67	27	-91	-33
Formación bruta de capital							
Formación bruta de capital fijo							
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos							
Consumo de capital fijo	385		103	219	12	52	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos							
Transferencias de capital	29		8	15	1	5	2
Impuestos sobre el capital	7						0
Otras transferencias de capital	22		8	15	1	-1	2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>							
Discrepancia 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
	2014 I							
<b>Balance al principio del período, activos financieros</b>								
Total activos financieros		20.691	18.505	31.822	18.404	7.776	4.551	18.775
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				352				
Efectivo y depósitos		7.228	2.171	9.487	2.115	781	707	2.885
Valores distintos de acciones a corto plazo		34	55	413	386	60	34	607
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.208	259	6.169	3.190	3.141	422	4.235
Préstamos		87	3.138	12.727	4.588	493	946	2.690
de los cuales: a largo plazo		66	2.004	10.098	3.426	374	848	.
Acciones y otras participaciones		5.103	8.931	1.985	7.725	2.912	1.616	7.613
Acciones cotizadas		898	1.330	464	2.503	439	284	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.712	7.235	1.223	3.956	444	1.131	.
Participaciones en fondos de inversión		1.494	366	298	1.265	2.029	201	.
Reservas técnicas de seguro		6.510	172	3	0	243	8	273
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		521	3.780	686	400	147	817	474
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
Total de operaciones de activos financieros		93	-15	-181	292	125	81	231
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos		13	-52	-181	59	11	74	31
Valores distintos de acciones a corto plazo		-1	10	63	36	-2	2	1
Valores distintos de acciones a largo plazo		-29	2	-52	102	25	-14	65
Préstamos		2	-10	17	0	12	5	33
de los cuales: a largo plazo		1	-1	-2	-10	3	16	.
Acciones y otras participaciones		20	33	5	16	55	1	46
Acciones cotizadas		8	-3	-7	57	3	2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-12	42	9	-61	-1	-3	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones		24	-7	3	20	53	1	.
Reservas técnicas de seguro		74	6	0	0	14	0	-1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		13	-2	-33	79	11	14	55
<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		262	170	157	134	116	40	118
Oro monetario y DEG				23				
Efectivo y depósitos		13	-2	41	-38	2	1	11
Valores distintos de acciones a corto plazo		0	0	1	-7	0	0	8
Valores distintos de acciones a largo plazo		43	5	54	11	70	6	12
Préstamos		0	-3	5	-35	0	6	-37
de los cuales: a largo plazo		0	6	1	-6	0	4	.
Acciones y otras participaciones		150	189	31	206	49	26	97
Acciones cotizadas		51	55	18	53	3	12	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		76	120	15	121	3	11	.
Participaciones en fondos de inversión		23	13	-2	32	43	4	.
Reservas técnicas de seguro		64	0	0	0	-5	0	9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-8	-19	2	-3	0	0	19
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
Total activos financieros		21.045	18.661	31.798	18.830	8.017	4.672	19.123
Oro monetario y DEG				375				
Efectivo y depósitos		7.254	2.117	9.347	2.136	794	781	2.927
Valores distintos de acciones a corto plazo		33	64	477	415	58	36	615
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.222	266	6.171	3.303	3.236	414	4.311
Préstamos		88	3.125	12.749	4.553	504	958	2.686
de los cuales: a largo plazo		67	2.008	10.097	3.410	378	868	.
Acciones y otras participaciones		5.273	9.152	2.022	7.946	3.015	1.643	7.755
Acciones cotizadas		957	1.382	475	2.613	445	297	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.775	7.398	1.247	4.017	445	1.139	.
Participaciones en fondos de inversión		1.541	372	300	1.317	2.125	206	.
Reservas técnicas de seguro		6.648	178	3	0	252	8	280
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		526	3.759	655	477	157	831	548
<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
	2014 I							
<b>Balance al principio del período, pasivos</b>								
Pasivos totales		6.901	28.691	31.027	17.688	7.801	10.975	17.087
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos		33	22.504	36	0	280	2.521	
Valores distintos de acciones a corto plazo		77	503	98	2	628	280	
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.020	4.255	3.137	52	7.031	3.129	
Préstamos		6.154	8.585	3.898	283	2.392	3.354	
de los cuales: a largo plazo		5.816	6.339	2.261	108	2.112	.	
Acciones y otras participaciones		8	15.153	2.682	10.312	541	5	7.182
Acciones cotizadas			4.515	570	292	161	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		8	10.638	1.293	2.911	379	5	.
Participaciones en fondos de inversión				819	7.108			.
Reservas técnicas de seguro		37	353	70	1	6.748	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		702	3.471	1.012	207	174	638	622
<i>Patrimonio financiero neto</i> <sup>1)</sup>	-1.336	13.790	-10.186	795	715	-25	-6.425	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
Total de operaciones de pasivos		21	-46	-194	282	120	178	265
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			-1	-201	3	0	-7	161
Valores distintos de acciones a corto plazo		4	61	25	0	12	7	
Valores distintos de acciones a largo plazo		18	-96	-22	1	152	45	
Préstamos		-13	-16	63	15	5	6	
de los cuales: a largo plazo		-12	-2	31	1	19	.	
Acciones y otras participaciones		0	25	12	119	1	0	18
Acciones cotizadas			13	11	7	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	11	-14	-54	1	0	.
Participaciones en fondos de inversión				15	165			.
Reservas técnicas de seguro		0	1	-1	0	93	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		33	-77	31	94	10	16	29
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i> <sup>1)</sup>	35	72	31	14	10	5	-97	-35
<b>Cuenta de otras variaciones de pasivos</b>								
Total de otras variaciones de pasivos		4	328	164	205	48	183	43
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	53	0	0	0	-24
Valores distintos de acciones a corto plazo		0	0	-1	0	0	0	2
Valores distintos de acciones a largo plazo		2	22	33	0	172	-28	
Préstamos		6	-3	-76	0	0	0	10
de los cuales: a largo plazo		6	1	-28	0	0	0	.
Acciones y otras participaciones		0	318	110	239	-7	0	87
Acciones cotizadas			144	63	16	-2	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	173	46	123	-6	0	.
Participaciones en fondos de inversión				1	100			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	67	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-2	12	-20	8	-13	11	-4
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i> <sup>1)</sup>	-52	258	-157	-7	-71	68	-143	76
<b>Balance al final del período, pasivos</b>								
Total activos financieros		6.926	28.973	30.997	18.175	7.969	11.336	17.395
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos		32	22.356	39	0	273	2.657	
Valores distintos de acciones a corto plazo		81	564	121	2	641	289	
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.039	4.181	3.149	53	7.354	3.146	
Préstamos		6.148	8.565	3.886	298	2.397	3.369	
de los cuales: a largo plazo		5.810	6.338	2.265	109	2.131	.	
Acciones y otras participaciones		8	15.496	2.805	10.670	536	5	7.288
Acciones cotizadas			4.673	644	315	159	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		8	10.823	1.326	2.981	375	5	.
Participaciones en fondos de inversión				835	7.374			.
Reservas técnicas de seguro		37	354	69	1	6.909	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		734	3.406	1.022	309	171	665	646
<i>Patrimonio financiero neto</i> <sup>1)</sup>	-1.354	14.119	-10.312	801	655	48	-6.664	

Fuente: BCE.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2010	2011	2012	2012 II-2013 I	2012 III-2013 II	2012 IV-2013 III	2013 I-2013 IV	2013 II-2014 I
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)	4.516	4.629	4.679	4.684	4.690	4.700	4.717	4.734
Remuneración de los asalariados	85	99	129	127	129	128	129	127
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.421	1.464	1.499	1.506	1.512	1.518	1.525	1.532
Consumo de capital fijo	2.190	2.250	2.180	2.171	2.178	2.195	2.208	2.224
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta<sup>1)</sup></i>								
<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	2.807	3.018	2.880	2.819	2.766	2.724	2.691	2.670
Rentas de la propiedad	1.383	1.547	1.464	1.407	1.357	1.313	1.275	1.252
Intereses	1.424	1.471	1.416	1.411	1.409	1.411	1.416	1.418
Otras rentas de la propiedad	7.764	7.996	8.026	8.034	8.051	8.082	8.114	8.146
<i>Renta nacional neta<sup>1)</sup></i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.059	1.116	1.173	1.182	1.198	1.205	1.213	1.222
Cotizaciones sociales	1.704	1.754	1.788	1.795	1.802	1.810	1.817	1.824
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.818	1.845	1.887	1.899	1.911	1.922	1.932	1.935
Otras transferencias corrientes	777	782	791	796	803	812	818	822
Primas netas de seguros no vida	181	182	184	184	185	186	186	187
Derechos de seguros no vida	182	184	187	187	187	188	188	188
Otras	414	416	420	425	431	438	444	447
<i>Renta disponible neta<sup>1)</sup></i>	7.655	7.889	7.917	7.921	7.934	7.960	7.989	8.021
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	7.317	7.483	7.526	7.529	7.543	7.566	7.588	7.613
Gasto en consumo individual	6.546	6.709	6.753	6.754	6.765	6.787	6.808	6.830
Gasto en consumo colectivo	771	774	772	775	777	779	781	783
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	56	58	58	57	57	58	58	59
<i>Ahorro neto<sup>1)</sup></i>	337	406	391	392	391	394	400	408
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.783	1.877	1.781	1.750	1.735	1.734	1.733	1.740
Formación bruta de capital fijo	1.763	1.820	1.771	1.743	1.730	1.724	1.723	1.732
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	19	57	10	7	4	10	10	8
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	1	1	9	2	0	0	0	-1
Transferencias de capital	221	173	193	198	205	200	164	158
Impuestos sobre el capital	25	31	25	26	29	30	32	32
Otras transferencias de capital	196	142	167	172	176	170	132	126
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)<sup>1)</sup></i>	-16	-1	112	158	182	193	212	222

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	2010	2011	2012	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III	2013 I- 2013 IV	2013 II- 2013 I
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)	8.213	8.442	8.487	8.489	8.508	8.540	8.581	8.617
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	943	976	980	978	983	989	991	999
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	9.156	9.418	9.467	9.466	9.492	9.530	9.572	9.616
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	2.190	2.250	2.180	2.171	2.178	2.195	2.208	2.224
Remuneración de los asalariados	4.527	4.641	4.693	4.699	4.705	4.715	4.732	4.749
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.042	1.086	1.120	1.117	1.123	1.128	1.132	1.137
Rentas de la propiedad	2.811	3.038	2.914	2.865	2.812	2.768	2.732	2.705
Intereses	1.335	1.493	1.426	1.375	1.326	1.281	1.245	1.220
Otras rentas de la propiedad	1.476	1.545	1.487	1.490	1.486	1.487	1.487	1.486
<i>Renta nacional neta</i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta	7.764	7.996	8.026	8.034	8.051	8.082	8.114	8.146
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.063	1.121	1.179	1.187	1.202	1.210	1.219	1.228
Cotizaciones sociales	1.704	1.754	1.785	1.792	1.799	1.807	1.814	1.821
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.811	1.839	1.881	1.893	1.905	1.916	1.926	1.928
Otras transferencias corrientes	670	674	685	687	690	694	697	701
Primas netas de seguros no vida	182	184	187	187	187	188	188	188
Derechos de seguros no vida	176	177	179	179	180	181	182	183
Otras	312	314	319	321	323	325	327	330
<i>Renta disponible neta</i>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta	7.655	7.889	7.917	7.921	7.934	7.960	7.989	8.021
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	56	58	58	57	57	58	58	59
<i>Ahorro neto</i>								
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto	337	406	391	392	391	394	400	408
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.421	1.464	1.499	1.506	1.512	1.518	1.525	1.532
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	231	180	205	211	220	215	183	178
Impuestos sobre el capital	25	31	25	26	29	30	32	32
Otras transferencias de capital	205	149	180	184	191	185	151	145
<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)

	2010	2011	2012	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III	2013 I- 2013 IV	2013 II- 2014 I
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	4.527	4.641	4.693	4.699	4.705	4.715	4.732	4.749
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.450	1.493	1.496	1.500	1.506	1.513	1.518	1.525
Intereses, recursos (+)	202	228	222	217	213	208	203	199
Intereses, empleos (-)	124	147	131	125	120	116	114	112
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	722	749	745	737	729	732	741	740
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	852	885	934	943	951	958	965	970
Cotizaciones sociales netas (-)	1.699	1.749	1.783	1.790	1.797	1.805	1.812	1.819
Prestaciones sociales netas (+)	1.806	1.834	1.876	1.887	1.899	1.911	1.920	1.923
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	71	69	72	74	74	74	75	76
= <b>Renta disponible bruta</b>	6.093	6.222	6.246	6.247	6.248	6.262	6.289	6.301
Gasto en consumo final (-)	5.298	5.449	5.484	5.481	5.488	5.503	5.518	5.534
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	56	58	57	57	56	57	57	58
= <b>Ahorro bruto</b>	850	831	819	823	816	817	828	825
Consumo de capital fijo (-)	386	396	402	403	404	405	407	409
Transferencias netas de capital, recursos (+)	13	2	2	0	0	-2	-4	-5
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	599	-264	-95	-528	-431	-163	-179	402
= <b>Variaciones del patrimonio neto</b>	1.076	174	324	-107	-20	246	239	813
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	558	573	555	549	543	542	541	541
Consumo de capital fijo (-)	386	396	402	403	404	405	407	409
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo								
Efectivo y depósitos	42	126	192	173	167	134	95	68
Participaciones en fondos del mercado monetario	118	118	225	228	218	189	130	104
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	-59	-23	-31	-39	-30	-27	-14	-21
Activos a largo plazo								
Depósitos	388	234	154	192	194	224	238	231
Valores distintos de acciones	58	54	11	7	8	25	53	56
Acciones y otras participaciones	-23	67	-89	-115	-119	-135	-126	-110
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	103	-3	100	151	148	167	136	100
Participaciones en fondos de inversión	94	45	60	67	58	76	62	36
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	9	-48	40	84	91	92	74	64
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	250	116	132	150	156	166	175	185
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	114	87	13	-1	-12	-2	-19	-8
de los cuales: de IFM de la zona del euro	147	81	25	21	1	8	-4	-5
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	476	191	-778	-1.016	-941	-649	-739	-332
Activos financieros	201	-386	613	408	423	406	500	692
Acciones y otras participaciones	55	-342	376	250	270	319	448	555
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	122	15	181	164	131	84	71	93
Otros flujos netos (+)	-89	-80	4	-12	-13	-8	-8	14
= <b>Variaciones del patrimonio neto</b>	1.076	174	324	-107	-20	246	239	813
<b>Balance</b>								
Activos no financieros (+)	29.932	30.299	29.674	29.227	29.249	29.375	29.069	29.027
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo								
Efectivo y depósitos	5.819	5.957	6.128	6.140	6.182	6.158	6.207	6.208
Participaciones en fondos del mercado monetario	5.597	5.728	5.950	5.980	6.032	6.019	6.076	6.084
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	184	166	120	112	109	101	97	91
Activos a largo plazo								
Depósitos	38	62	58	49	42	39	34	33
Valores distintos de acciones	12.221	12.026	12.813	12.975	12.911	13.193	13.565	13.901
Acciones y otras participaciones	1.032	1.086	1.100	1.106	1.117	1.130	1.152	1.170
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	1.409	1.379	1.348	1.294	1.261	1.233	1.208	1.222
Participaciones en fondos de inversión	4.273	3.923	4.413	4.528	4.480	4.719	5.006	5.183
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	1.207	1.088	1.247	1.315	1.317	1.356	1.397	1.450
Otros activos netos (+)	5.507	5.638	5.952	6.047	6.052	6.111	6.198	6.326
Pasivos (-)	271	224	203	162	191	202	172	158
Préstamos	6.120	6.210	6.198	6.171	6.171	6.167	6.154	6.148
de los cuales: de IFM de la zona del euro	5.221	5.288	5.296	5.285	5.288	5.282	5.274	5.267
= <b>Patrimonio neto</b>	42.121	42.295	42.619	42.333	42.361	42.761	42.858	43.146

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)

	2010	2011	2012	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III	2013 I- 2013 IV	2014 II- 2014 I
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.671	4.832	4.855	4.852	4.862	4.880	4.904	4.922
Remuneración de los asalariados (-)	2.837	2.936	2.982	2.983	2.988	2.994	3.004	3.019
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	37	46	54	54	56	56	57	54
= <b>Excedente bruto de explotación</b> (+)	1.797	1.850	1.819	1.815	1.819	1.830	1.842	1.849
Consumo de capital fijo (-)	802	828	851	855	859	863	867	871
= <b>Excedente neto de explotación</b> (+)	995	1.022	969	960	960	967	975	979
Rentas de la propiedad, recursos (+)	550	571	550	550	544	537	526	517
Intereses, recursos	159	164	150	143	137	132	129	125
Otras rentas de la propiedad, recursos	392	406	400	406	406	405	397	392
Intereses y otras rentas, empleos (-)	257	287	270	259	249	239	231	225
= <b>Renta empresarial neta</b> (+)	1.288	1.307	1.248	1.251	1.255	1.266	1.269	1.270
Renta distribuida (-)	924	975	954	946	940	941	940	933
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	169	192	201	201	206	204	206	209
Cotizaciones sociales, recursos (+)	69	74	74	74	73	73	74	74
Prestaciones sociales, empleos (-)	69	70	70	70	70	70	70	70
Otras transferencias netas (-)	45	48	49	49	51	53	52	53
= <b>Ahorro neto</b>	151	95	48	60	62	71	75	79
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	146	212	134	103	91	88	89	86
Formación bruta de capital fijo (+)	928	984	966	947	942	938	942	950
Consumo de capital fijo (-)	802	828	851	855	859	863	867	871
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	19	56	19	10	7	13	14	6
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	33	-29	62	47	40	55	75	78
Efectivo y depósitos	67	6	75	80	81	91	110	100
Participaciones en fondos del mercado monetario	-32	-46	-7	-6	-15	-13	-10	-20
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	-1	11	-5	-28	-26	-24	-25	-1
Activos a largo plazo	444	491	238	203	66	59	91	42
Depósitos	22	70	-2	-34	-31	6	14	2
Valores distintos de acciones	25	-26	-2	-1	-9	-10	-17	-10
Acciones y otras participaciones	262	303	135	172	96	83	93	45
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	136	145	108	66	10	-21	2	4
Otros activos netos (+)	6	-49	26	66	132	87	101	126
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	174	248	157	120	36	-43	-1	-5
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	-21	116	-135	-126	-157	-145	-124	-116
de la cual: valores distintos de acciones	70	48	115	102	90	86	83	83
Acciones y otras participaciones	237	216	186	165	160	193	216	197
Acciones cotizadas	31	27	27	11	21	23	31	57
Acciones no cotizadas y otras participaciones	206	189	159	155	140	171	185	140
Transferencias netas de capital, recursos (-)	65	67	65	67	66	62	62	63
= <b>Ahorro neto</b>	151	95	48	60	62	71	75	79
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.958	1.929	1.988	1.951	1.939	1.969	2.053	2.026
Efectivo y depósitos	1.695	1.705	1.777	1.757	1.765	1.798	1.881	1.855
Participaciones en fondos del mercado monetario	182	134	130	127	113	111	117	106
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	81	90	81	67	62	60	55	64
Activos a largo plazo	10.863	10.902	11.658	11.942	11.783	12.209	12.501	12.699
Depósitos	178	238	293	270	264	280	290	262
Valores distintos de acciones	258	247	266	262	261	263	259	266
Acciones y otras participaciones	7.569	7.388	7.988	8.288	8.134	8.539	8.814	9.046
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.859	3.029	3.112	3.121	3.124	3.127	3.138	3.125
Otros activos netos (+)	416	521	426	490	508	501	514	563
Pasivos								
Deuda	9.805	9.961	10.038	10.077	10.033	10.013	10.034	10.040
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	4.652	4.688	4.471	4.443	4.400	4.357	4.286	4.298
de la cual: valores distintos de acciones	881	875	1.033	1.056	1.051	1.083	1.097	1.120
Acciones y otras participaciones	13.158	12.465	13.458	13.816	13.680	14.480	15.153	15.496
Acciones cotizadas	3.815	3.297	3.759	3.902	3.864	4.213	4.515	4.673
Acciones no cotizadas y otras participaciones	9.343	9.168	9.699	9.914	9.816	10.266	10.638	10.823

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)

	2010	2011	2012	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III	2013 I- 2013 IV	2013 II- 2014 I
<b>Cuenta financiera, operaciones financieras</b>								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	-6	53	45	21	-17	-38	-62	-43
Efectivo y depósitos	-9	14	15	11	8	3	-14	-7
Participaciones en fondos del mercado monetario	-8	16	33	10	-11	-19	-35	-26
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	11	24	-3	0	-13	-22	-14	-11
Activos a largo plazo	293	131	207	194	229	264	299	284
Depósitos	-5	9	-18	-19	-15	-18	-10	-16
Valores distintos de acciones	190	41	149	106	119	123	157	141
Préstamos	32	12	9	11	10	1	4	14
Acciones cotizadas	-1	-11	-8	0	-1	9	1	4
Acciones no cotizadas y otras participaciones	12	13	5	6	5	8	11	8
Participaciones en fondos de inversión	66	68	69	90	110	140	137	133
Otros activos netos (+)	7	-30	-46	-28	-31	-35	-4	6
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	1	3	7	5	3	3	0	0
Préstamos	7	11	-16	0	-7	-23	-5	-5
Acciones y otras participaciones	7	4	1	2	2	1	5	5
Reservas técnicas de seguro	281	115	156	171	176	184	195	216
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	262	111	139	156	165	171	180	192
Reservas para primas y para siniestros	19	4	16	15	12	13	16	23
= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones	-1	21	59	9	6	25	38	31
<b>Cuenta de otras variaciones</b>								
Otras variaciones de activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	119	-105	196	144	128	93	105	103
Otros activos netos	-6	13	240	140	100	5	-62	29
Otras variaciones de pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	-1	-48	67	55	84	72	65	39
Reservas técnicas de seguro	138	16	189	167	131	82	69	95
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	127	19	187	165	130	81	69	93
Reservas para primas y para siniestros	11	-3	2	2	1	1	1	2
= Otras variaciones del patrimonio financiero neto	-24	-59	180	61	14	-56	-91	-2
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	330	371	408	413	367	357	339	370
Efectivo y depósitos	190	193	209	218	201	201	193	212
Participaciones en fondos del mercado monetario	88	102	126	126	107	99	86	100
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	52	76	74	69	59	56	60	58
Activos a largo plazo	6.043	6.047	6.665	6.804	6.800	6.927	7.047	7.238
Depósitos	606	611	594	595	596	591	588	583
Valores distintos de acciones	2.638	2.660	3.013	3.053	3.055	3.077	3.141	3.236
Préstamos	469	481	490	489	487	489	493	504
Acciones cotizadas	422	377	404	413	410	426	439	445
Acciones no cotizadas y otras participaciones	418	422	435	437	436	441	444	445
Participaciones en fondos de inversión	1.490	1.497	1.728	1.818	1.816	1.904	1.943	2.025
Otros activos netos (+)	245	260	250	247	238	227	216	238
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	43	46	55	55	52	52	54	55
Préstamos	292	301	285	300	299	293	283	298
Acciones y otras participaciones	447	403	472	492	500	516	541	536
Reservas técnicas de seguro	6.008	6.139	6.484	6.598	6.601	6.661	6.748	6.909
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	5.203	5.332	5.659	5.756	5.760	5.819	5.908	6.042
Reservas para primas y para siniestros	805	807	825	842	842	842	841	867
= Riqueza financiera neta	-172	-210	28	19	-47	-12	-25	48

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

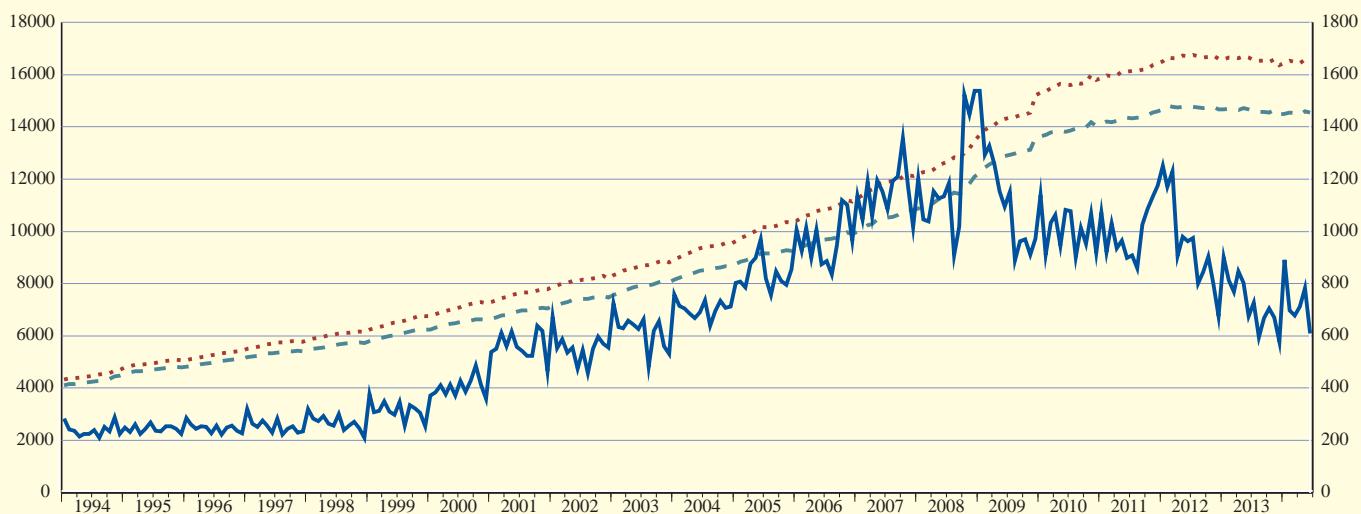
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	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					
				4	5	6	7	8	9	Tasas de crecimiento interanual	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses
	1	2	3								11	12
<b>Total</b>												
2013 Jun	16.895,2	600,7	-62,3	14.671,5	558,1	-51,2	16.644,2	675,2	-62,5	-0,3	-12,4	-0,8
Jul	16.828,9	640,0	-66,0	14.598,6	591,2	-72,3	16.551,7	725,9	-79,9	-0,9	-48,1	-1,2
Ago	16.805,7	516,1	-23,4	14.573,8	482,5	-25,1	16.537,7	594,7	-17,1	-0,8	16,6	-0,7
Sep	16.815,5	606,8	10,3	14.566,6	556,2	-6,7	16.524,8	667,1	-5,1	-0,7	29,2	-0,3
Oct	16.819,6	643,1	5,1	14.558,3	572,8	-7,2	16.493,9	705,9	-19,7	-1,0	-29,3	-0,4
Nov	16.928,8	598,2	109,4	14.639,8	539,3	81,7	16.580,7	670,5	85,4	-0,7	8,9	-0,4
Dic	16.752,7	516,9	-186,0	14.466,6	478,7	-183,0	16.362,2	576,6	-219,5	-1,2	-109,3	-1,6
2014 Ene	16.774,5	795,0	21,8	14.497,9	739,0	31,4	16.470,2	890,0	90,2	-0,7	63,7	-0,2
Feb	16.845,9	629,6	67,2	14.556,5	576,5	54,5	16.529,7	697,1	68,5	-0,6	5,1	-0,4
Mar	16.824,8	650,1	-22,0	14.523,0	581,0	-34,5	16.476,6	677,0	-53,9	-0,8	-44,4	-1,3
Abr	16.795,6	680,9	-27,6	14.480,1	617,7	-41,5	16.435,8	713,1	-37,5	-1,0	-42,4	-1,4
May	16.905,9	730,0	110,2	14.589,9	657,0	109,5	16.587,6	782,7	135,9	-0,7	47,7	-1,0
Jun	16.872,6	581,9	-34,1	14.537,1	507,8	-53,4	16.540,7	608,3	-47,4	-0,6	-1,1	0,3
<b>A largo plazo</b>												
2013 Jun	15.610,7	208,2	-19,8	13.468,6	181,6	-5,6	15.188,0	201,4	-17,4	0,7	-2,6	-0,2
Jul	15.539,1	204,7	-71,6	13.383,3	173,1	-85,0	15.083,5	195,3	-94,3	0,1	-40,8	-0,8
Ago	15.533,6	117,3	-5,6	13.374,4	97,7	-9,1	15.082,1	113,0	-5,5	0,2	32,0	0,1
Sep	15.550,1	223,7	16,9	13.380,0	190,6	6,0	15.088,2	216,7	15,6	0,2	43,2	0,4
Oct	15.579,7	249,5	29,7	13.391,0	199,4	11,2	15.084,6	228,6	5,5	0,0	-4,2	0,6
Nov	15.695,4	251,9	114,5	13.482,5	210,0	90,4	15.192,0	240,1	105,7	0,2	30,1	0,8
Dic	15.596,3	155,0	-99,6	13.392,2	134,1	-90,8	15.081,1	149,5	-102,2	0,1	-27,4	0,4
2014 Ene	15.560,6	273,6	-34,7	13.359,1	237,3	-32,0	15.090,7	290,2	-4,1	0,1	1,2	1,0
Feb	15.624,6	233,0	63,8	13.413,3	198,9	54,1	15.142,1	231,5	63,7	0,4	1,9	0,6
Mar	15.576,0	256,6	-49,9	13.360,4	208,6	-54,3	15.085,2	238,0	-58,0	0,0	-38,4	-0,5
Abr	15.578,8	272,1	3,0	13.343,0	225,9	-17,3	15.074,3	252,3	-9,0	-0,1	-18,6	-0,7
May	15.683,1	326,9	105,1	13.455,5	277,8	113,3	15.224,3	321,2	137,0	0,2	57,9	-0,3
Jun	15.688,3	244,7	3,4	13.449,3	193,0	-7,8	15.212,1	225,2	-12,6	0,3	1,9	0,1

### 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	Administración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2012	16.598	5.399	3.262	979	6.274	684	958	589	82	68	187	32
2013	16.362	4.887	3.194	1.050	6.558	674	729	385	65	64	187	29
2013 III	16.525	5.003	3.250	1.044	6.556	671	663	350	52	63	172	25
IV	16.362	4.887	3.194	1.050	6.558	674	651	341	58	65	162	25
2014 I	16.477	4.828	3.193	1.076	6.698	681	755	372	71	69	201	41
II	16.541	4.739	3.197	1.096	6.827	682	701	324	74	74	194	35
2014 Mar	16.477	4.828	3.193	1.076	6.698	681	677	314	85	65	176	39
Abr	16.436	4.800	3.172	1.077	6.713	675	713	330	67	77	205	34
May	16.588	4.796	3.240	1.094	6.783	675	783	362	111	84	195	31
Jun	16.541	4.739	3.197	1.096	6.827	682	608	281	46	60	183	39
A corto plazo												
2012	1.488	601	136	81	606	64	703	490	37	52	104	21
2013	1.281	474	111	74	571	52	512	315	27	47	102	21
2013 III	1.437	539	133	90	628	47	488	294	26	46	105	18
IV	1.281	474	111	74	571	52	445	269	23	45	91	18
2014 I	1.391	530	143	83	579	56	501	289	35	50	100	27
II	1.329	515	112	79	572	51	435	245	19	54	92	25
2014 Mar	1.391	530	143	83	579	56	439	236	45	45	84	29
Abr	1.361	522	140	82	567	50	461	259	22	64	91	24
May	1.363	522	132	83	577	48	461	260	22	59	98	22
Jun	1.329	515	112	79	572	51	383	217	13	39	85	29
A largo plazo <sup>2)</sup>												
2012	15.110	4.798	3.125	897	5.668	621	255	99	45	16	84	12
2013	15.081	4.413	3.084	976	5.987	622	217	69	38	17	85	8
2013 III	15.088	4.464	3.117	954	5.929	623	175	56	27	18	67	8
IV	15.081	4.413	3.084	976	5.987	622	206	72	35	20	72	7
2014 I	15.085	4.298	3.050	994	6.119	624	253	83	36	19	102	14
II	15.212	4.224	3.085	1.017	6.255	631	266	79	56	20	103	9
2014 Mar	15.085	4.298	3.050	994	6.119	624	238	78	39	19	92	9
Abr	15.074	4.277	3.032	995	6.146	625	252	71	45	13	113	10
May	15.224	4.273	3.108	1.011	6.205	627	321	101	89	25	97	8
Jun	15.212	4.224	3.085	1.017	6.255	631	225	64	33	21	97	10
del cual: a tipo fijo												
2012	10.434	2.811	1.215	806	5.157	444	165	54	18	15	71	7
2013	10.680	2.648	1.321	873	5.386	452	144	36	19	14	69	6
2013 III	10.655	2.671	1.321	853	5.356	454	121	32	12	14	59	5
IV	10.680	2.648	1.321	873	5.386	452	137	37	18	18	59	5
2014 I	10.753	2.569	1.316	887	5.520	461	183	46	20	16	90	11
II	10.942	2.546	1.395	908	5.625	467	181	38	36	18	82	7
2014 Mar	10.753	2.569	1.316	887	5.520	461	168	39	27	15	79	7
Abr	10.762	2.560	1.333	887	5.519	462	158	36	23	12	78	8
May	10.915	2.565	1.398	903	5.587	463	222	39	70	23	83	7
Jun	10.942	2.546	1.395	908	5.625	467	164	40	15	17	86	7
del cual: a tipo variable												
2012	4.247	1.733	1.813	88	439	175	78	38	25	1	8	5
2013	3.988	1.562	1.657	99	501	169	61	28	17	2	11	2
2013 III	4.017	1.580	1.693	97	477	169	43	20	13	3	4	2
IV	3.988	1.562	1.657	99	501	169	61	31	16	2	10	2
2014 I	3.916	1.533	1.617	102	501	163	58	31	13	2	8	3
II	3.857	1.487	1.565	103	538	163	72	36	16	2	17	2
2014 Mar	3.916	1.533	1.617	102	501	163	58	35	10	3	8	2
Abr	3.894	1.524	1.579	102	526	162	80	30	15	1	32	1
May	3.899	1.515	1.586	103	531	163	88	58	16	2	11	2
Jun	3.857	1.487	1.565	103	538	163	48	19	16	2	8	4

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)

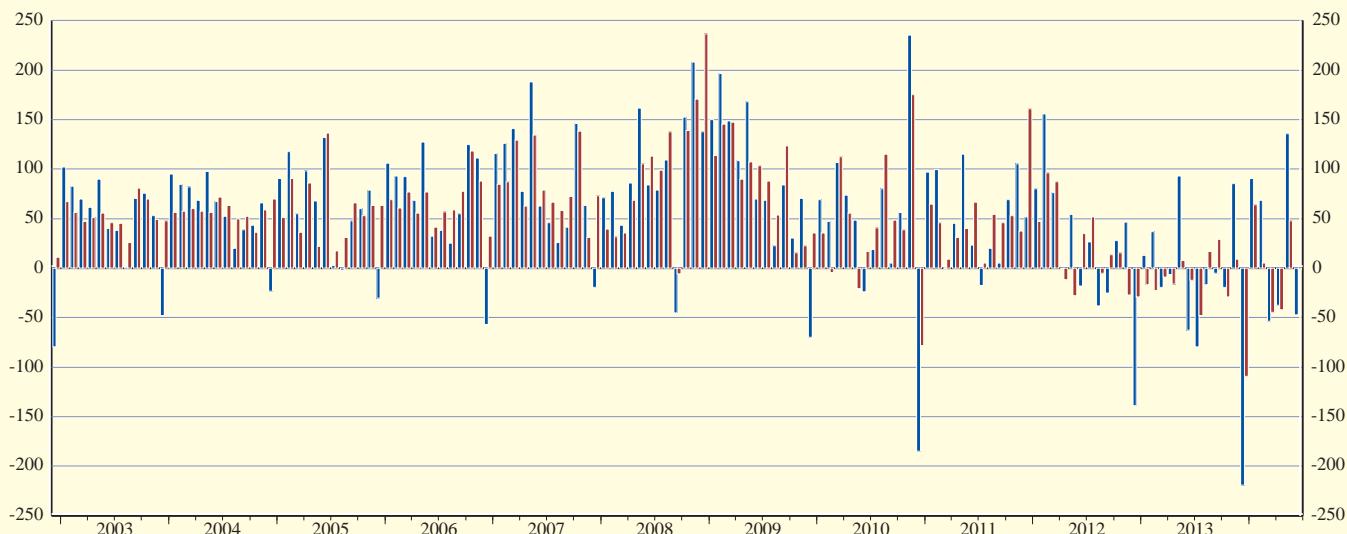
**2. Emisiones netas**

	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	Administración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Total</b>												
2012	20,4	-8,1	1,9	10,4	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-16,8	-39,7	-7,1	6,6	24,0	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 III	-34,0	-36,7	-4,9	11,2	-1,6	-2,1	-0,8	-33,5	5,6	10,6	17,2	-0,7
IV	-51,2	-35,4	-21,5	3,2	1,0	1,4	-43,2	-29,9	-36,1	5,7	16,2	0,8
2014 I	35,0	-20,9	-2,1	8,8	46,9	2,2	8,1	-29,8	2,7	6,9	27,6	0,7
II	17,0	-30,9	0,1	5,9	41,7	0,2	1,4	-30,3	-0,5	5,9	25,5	0,8
2014 Mar	-53,9	-63,3	-27,7	2,8	35,2	-0,8	-44,4	-52,7	-20,4	1,0	33,3	-5,5
Abr	-37,5	-26,1	-20,9	0,5	14,6	-5,5	-42,4	-29,7	-39,6	-3,2	34,1	-4,0
May	135,9	-11,8	64,8	15,4	68,6	-1,1	47,7	-23,5	48,7	12,5	10,7	-0,9
Jun	-47,4	-54,8	-43,5	1,8	41,9	7,3	-1,1	-37,6	-10,5	8,2	31,6	7,2
<b>A largo plazo</b>												
2012	30,4	0,5	0,0	10,2	15,6	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	1,3	-29,4	-3,7	7,2	26,8	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 III	-28,1	-30,7	-3,9	10,7	-4,2	0,1	11,5	-26,1	4,2	10,5	20,8	2,1
IV	3,0	-14,5	-10,7	8,6	19,8	-0,2	-0,5	-9,7	-22,5	8,8	22,4	0,5
2014 I	0,5	-38,8	-11,4	5,9	44,0	0,7	-11,8	-42,0	-5,3	6,2	30,1	-0,7
II	38,5	-25,3	10,5	7,1	44,1	2,0	13,7	-30,9	8,0	6,9	29,0	0,7
2014 Mar	-58,0	-49,7	-46,1	4,8	37,8	-4,8	-38,4	-39,4	-31,8	3,0	36,6	-6,9
Abr	-9,0	-19,5	-18,1	1,1	26,8	0,8	-18,6	-24,5	-34,1	-0,2	40,6	-0,4
May	137,0	-9,5	72,6	14,3	58,5	1,1	57,9	-21,0	54,0	14,7	9,5	0,8
Jun	-12,6	-46,9	-23,1	6,0	47,1	4,2	1,9	-47,1	4,0	6,2	37,0	1,7

**G16 Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar**

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes, valores nominales)

- █ Emisiones netas
- █ Emisiones netas desestacionalizadas



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
Total												
2013 Jun	-0,3	-7,3	0,3	10,2	4,4	-2,6	-0,8	-10,5	0,6	6,0	6,1	-2,0
Jul	-0,9	-8,7	0,5	10,0	4,1	-4,7	-1,2	-11,2	1,1	6,3	5,7	-5,3
Ago	-0,8	-9,2	1,4	10,6	4,2	-3,6	-0,7	-9,6	0,4	7,5	5,1	-0,9
Sep	-0,7	-8,9	1,7	10,0	4,1	-3,8	-0,3	-8,3	1,7	8,2	4,4	-2,8
Oct	-1,0	-9,0	0,8	10,0	3,8	-4,1	-0,4	-7,4	-0,3	7,8	4,5	-4,6
Nov	-0,7	-8,8	0,8	10,0	4,0	-2,6	-0,4	-6,2	-1,1	10,8	3,0	-2,0
Dic	-1,2	-8,9	-2,6	8,1	4,6	-1,1	-1,6	-7,3	-5,5	9,9	3,1	0,1
2014 Ene	-0,7	-8,1	-1,6	9,6	4,4	-2,0	-0,2	-4,9	-4,2	12,9	3,3	1,8
Feb	-0,6	-7,8	-1,8	8,7	4,5	0,7	-0,4	-5,9	-4,0	9,9	3,9	2,3
Mar	-0,8	-7,7	-2,2	7,9	4,2	-0,8	-1,3	-7,0	-6,0	7,4	4,0	1,4
Abr	-1,0	-7,5	-3,6	6,4	4,7	-1,9	-1,4	-7,6	-6,9	5,0	4,9	0,9
May	-0,7	-7,1	-2,1	8,0	3,8	-1,2	-1,0	-7,9	-3,2	5,6	4,5	-0,5
Jun	-0,6	-7,3	-2,6	8,6	4,0	0,8	0,3	-7,2	0,4	7,4	4,9	1,3
A largo plazo												
2013 Jun	0,7	-5,9	0,1	12,4	4,9	1,6	-0,2	-10,0	0,8	6,4	6,9	-1,3
Jul	0,1	-7,2	0,3	11,8	4,5	0,3	-0,8	-11,3	1,1	6,3	6,4	-3,0
Ago	0,2	-7,5	1,1	12,2	4,5	0,7	0,1	-9,6	2,1	8,4	6,0	0,8
Sep	0,2	-7,5	1,3	10,9	4,4	0,3	0,4	-8,2	1,5	9,3	5,4	2,1
Oct	0,0	-7,5	0,6	10,8	4,2	0,8	0,6	-6,8	0,0	9,2	5,5	1,4
Nov	0,2	-7,4	0,6	10,8	4,8	0,4	0,8	-5,1	-0,8	13,2	4,3	1,6
Dic	0,1	-7,4	-1,4	9,7	5,7	0,6	0,4	-4,7	-3,5	13,0	4,4	2,6
2014 Ene	0,1	-7,6	-0,7	10,2	5,5	-1,1	1,0	-3,9	-2,4	14,1	4,6	1,2
Feb	0,4	-7,7	-0,3	10,1	5,6	1,8	0,6	-5,8	-2,6	11,8	5,3	2,7
Mar	0,0	-7,5	-2,0	9,6	5,4	0,9	-0,5	-6,8	-5,2	9,7	5,4	-0,2
Abr	-0,1	-7,3	-3,2	8,4	5,9	0,4	-0,7	-7,7	-6,2	7,4	6,4	-0,5
May	0,2	-6,8	-1,3	10,6	4,9	0,7	-0,3	-8,5	-2,0	8,1	5,6	-0,3
Jun	0,3	-7,2	-1,5	10,5	5,2	1,3	0,1	-9,6	0,5	8,2	6,0	0,0

#### 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)

- AAPP
- IFM (incluido el Eurosistema)
- - No IFM



Fuente: BCE.

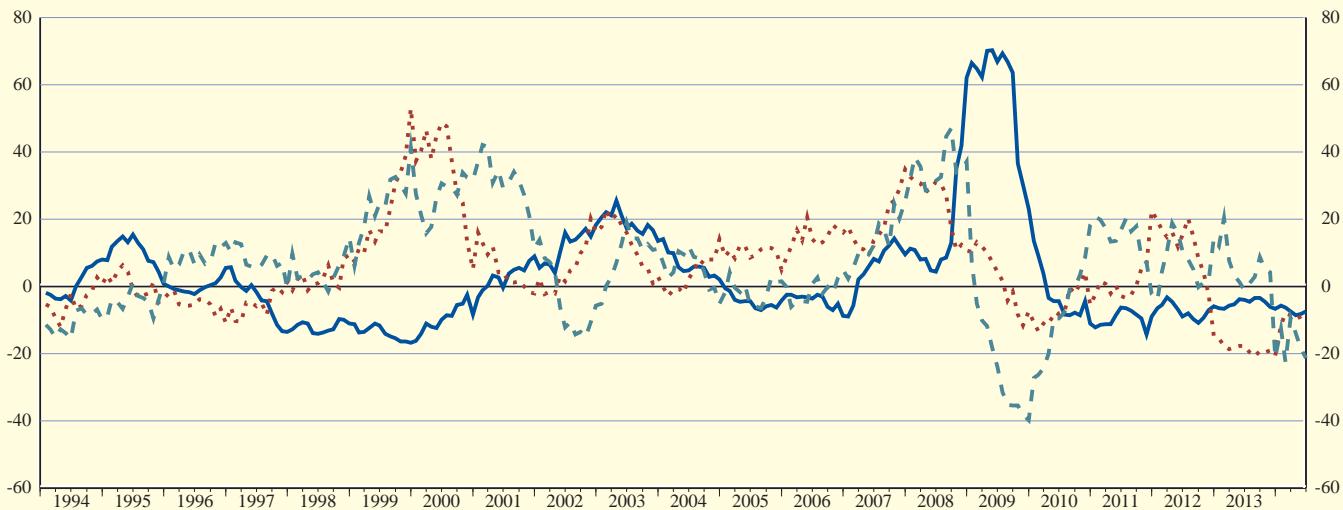
1) Para más información sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

**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 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			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	10,4	5,9	7,3	-0,9	-0,3	-4,9	-0,4	6,6	23,3							
2013	3,3	-3,2	6,8	13,5	4,6	4,1	-7,2	-7,5	-9,4	5,0	-1,3	-0,8							
2013 III	3,0	-4,8	7,9	12,7	4,8	3,4	-8,0	-9,6	-8,9	6,9	-1,9	-5,4							
IV	2,3	-5,0	5,3	10,5	4,3	2,6	-6,6	-9,8	-7,9	11,9	6,5	-4,1							
2014 I	1,8	-5,9	1,4	9,7	4,9	1,8	-5,0	-8,5	-7,2	13,7	12,8	-2,5							
II	1,9	-6,1	2,1	9,4	4,9	2,5	-5,3	-6,9	-9,4	13,5	11,3	-3,9							
2014 Ene	1,7	-5,8	2,1	9,9	4,6	0,0	-5,0	-8,8	-7,6	14,5	15,8	-3,0							
Feb	1,8	-6,2	0,0	10,1	5,2	2,9	-4,2	-8,4	-5,2	13,5	10,5	-0,9							
Mar	1,7	-6,5	0,5	9,0	5,0	3,0	-5,0	-7,2	-8,0	14,0	10,2	-4,3							
Abr	1,7	-6,4	0,8	8,1	5,0	2,6	-5,3	-6,7	-10,0	13,4	13,8	-5,0							
May	2,2	-5,7	3,7	10,4	4,6	2,1	-5,4	-6,8	-9,5	14,2	9,5	-3,0							
Jun	2,2	-6,0	2,8	10,3	4,9	3,0	-5,5	-7,3	-9,7	12,0	10,9	-3,2							
	En euros																		
2012	5,5	4,6	0,7	10,6	6,0	7,2	-0,6	2,0	-6,5	-1,4	6,3	22,9							
2013	3,1	-4,0	4,2	14,6	4,6	4,1	-7,5	-7,2	-10,7	6,3	-1,8	-1,2							
2013 III	2,7	-5,9	5,1	13,7	4,9	3,8	-8,4	-9,7	-9,9	8,4	-2,3	-5,8							
IV	2,0	-6,0	3,0	11,3	4,3	2,8	-7,0	-10,3	-8,7	13,0	6,4	-4,5							
2014 I	1,6	-7,1	-1,1	9,5	4,9	1,7	-5,7	-9,3	-8,4	13,0	12,9	-2,8							
II	1,7	-7,8	1,5	8,5	4,9	2,2	-6,0	-7,9	-10,7	12,6	11,6	-3,1							
2014 Ene	1,4	-6,9	-1,2	9,6	4,6	0,0	-5,9	-9,6	-9,3	13,4	16,0	-3,1							
Feb	1,6	-7,4	-2,7	9,5	5,2	2,7	-4,8	-9,2	-6,1	12,6	10,7	-1,5							
Mar	1,5	-7,8	-1,4	8,4	5,0	2,6	-5,7	-8,1	-9,1	13,4	10,3	-4,1							
Abr	1,5	-8,1	-0,6	7,6	5,1	2,3	-5,9	-7,5	-11,4	12,3	14,2	-4,3							
May	2,1	-7,5	4,3	9,3	4,7	1,8	-6,1	-7,8	-10,8	13,3	9,8	-2,2							
Jun	1,9	-7,9	2,7	8,8	4,8	2,6	-6,0	-8,4	-10,4	11,0	11,2	-1,6							

**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)

— AAPP  
- - - IFM (incluido el Eurosistema)  
- - - No IFM



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 Jun	3.928,0	106,7	1,1	317,6	7,7	293,7	2,7	3.316,7	0,3
Jul	4.054,1	106,8	1,0	309,9	5,8	301,5	2,7	3.442,7	0,3
Ago	4.178,8	106,8	0,9	349,6	4,6	319,2	3,1	3.510,0	0,3
Sep	4.235,1	106,9	0,9	364,9	4,9	333,6	2,7	3.536,6	0,4
Oct	4.311,8	107,0	1,0	383,5	5,0	343,6	2,9	3.584,6	0,4
Nov	4.399,7	106,9	0,9	395,7	5,5	352,6	2,4	3.651,4	0,3
Dic	4.503,7	107,1	0,9	402,4	4,9	368,4	2,5	3.732,8	0,4
2013 Ene	4.658,5	107,2	0,8	441,5	2,7	382,4	2,5	3.834,6	0,5
Feb	4.643,2	107,0	0,7	416,1	2,7	376,8	2,7	3.850,3	0,3
Mar	4.645,2	106,8	0,4	380,3	2,2	380,7	2,6	3.884,1	0,0
Abr	4.747,4	106,7	0,2	410,4	0,9	406,5	2,7	3.930,5	-0,1
May	4.864,1	107,0	0,4	440,2	1,9	419,0	2,5	4.005,0	0,1
Jun	4.663,9	107,8	1,1	413,5	7,6	404,3	2,6	3.846,2	0,2
Jul	4.903,7	107,9	1,0	446,6	7,9	428,6	1,8	4.028,6	0,2
Ago	4.892,0	107,8	0,9	461,5	7,8	426,4	1,2	4.004,2	0,2
Sep	5.136,7	107,8	0,9	491,7	7,8	437,7	0,8	4.207,2	0,1
Oct	5.411,0	107,7	0,7	557,2	7,7	455,6	0,9	4.398,1	-0,1
Nov	5.502,3	107,9	0,9	562,8	7,1	465,0	0,9	4.474,5	0,2
Dic	5.567,9	108,0	0,9	569,0	7,3	476,0	0,6	4.522,9	0,2
2014 Ene	5.485,2	108,2	1,0	597,7	8,9	464,7	0,6	4.422,8	0,1
Feb	5.757,5	108,4	1,3	637,8	9,0	483,6	1,9	4.636,1	0,3
Mar	5.809,2	108,4	1,5	642,6	9,0	485,5	2,0	4.681,1	0,6
Abr	5.842,0	108,6	1,7	639,1	10,9	490,5	1,8	4.712,4	0,7
May	5.933,6	108,8	1,7	642,6	10,5	481,9	1,8	4.809,1	0,6
Jun	5.951,7	109,1	1,2	630,0	5,2	478,1	2,9	4.843,6	0,6

#### G19 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

- IFM
- Instituciones financieras distintas de las IFM
- - - Sociedades no financieras



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)

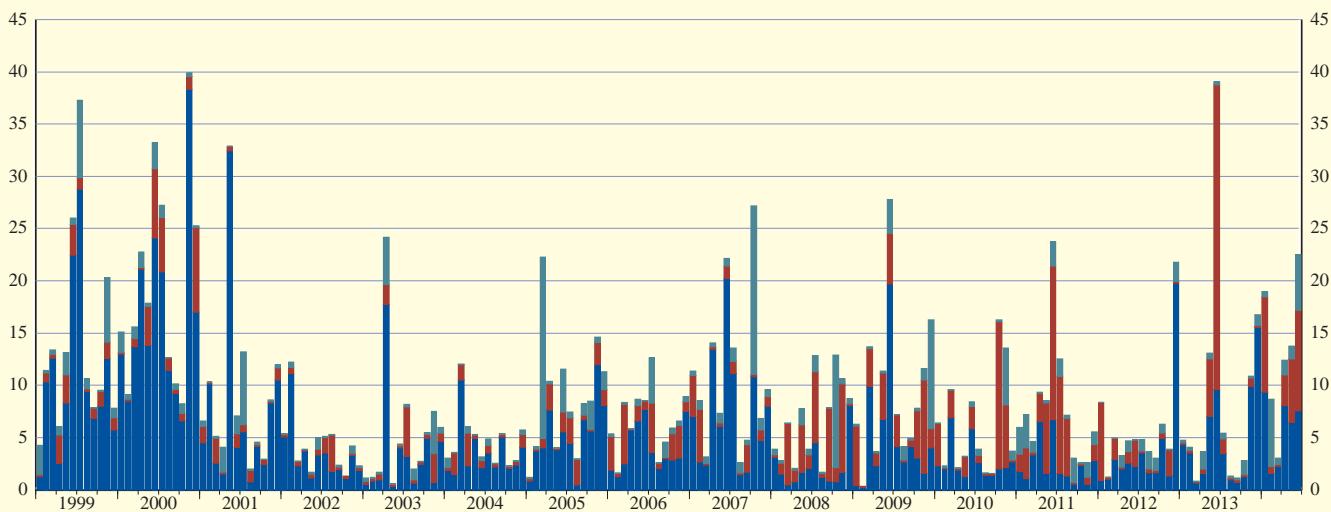
#### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emissions brutas 1	Amortizaciones 2	Emissions netas 3	Emissions brutas 4	Amortizaciones 5	Emissions netas 6	Emissions brutas 7	Amortizaciones 8	Emissions netas 9	Emissions brutas 10	Amortizaciones 11	Emissions netas 12
2012 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	0,9	0,1	0,8	4,9	1,7	3,2
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	16,2	5,4	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,7	15,7	4,1
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	0,1	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	0,1	0,5	-0,4	1,0	1,8	-0,9
Sep	1,0	1,7	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,7	1,1
Oct	2,6	7,5	-4,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	1,2	7,4	-6,2
Nov	10,9	2,1	8,8	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	9,9	2,0	7,9
Dic	16,6	9,4	7,2	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,6	9,4	6,2
2014 Ene	18,9	7,8	11,1	9,1	0,3	8,9	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	2,9	2,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,0	2,3	1,8	0,5
Abr	12,4	3,1	9,4	3,0	0,0	3,0	1,4	0,2	1,3	8,0	2,9	5,1
May	13,8	2,8	11,0	6,0	0,0	6,0	1,3	0,4	0,8	6,5	2,3	4,1
Jun	22,5	1,9	20,6	9,6	0,0	9,6	5,4	0,3	5,0	7,6	1,6	6,0

#### G20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)

 Sociedades no financieras  
 IFM  
 Instituciones financieras distintas de las IFM



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 periodo; las nuevas operaciones se refieren a la media del periodo, 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				
		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		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2013 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	1,63	1,93	1,11	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	1,57	1,44	1,83	1,06	0,99	0,34	0,70	1,24	1,60	0,28	
May	0,27	1,42	1,31	1,72	1,05	0,96	0,34	0,61	1,26	1,38	0,29	
Jun	0,27	1,35	1,24	1,74	1,04	0,92	0,31	0,57	1,13	1,52	0,20	
Jul	0,24	1,32	1,21	1,76	1,01	0,90	0,28	0,57	1,14	1,48	0,52	

**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 empresas 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		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 y hasta 10 años		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	
2013 Ago	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,17	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	7,22	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	7,15	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	3,18	3,80	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	3,23	3,97	3,07
Mar	7,65	17,08	5,83	5,94	7,54	7,28	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,23	4,03	3,12
Abr	7,61	17,24	5,67	5,82	7,51	7,18	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	3,10	3,87	3,07
May	7,55	17,25	5,64	5,96	7,58	7,27	2,71	2,87	2,96	3,14	3,23	3,29	3,96	2,98
Jun	7,58	17,21	5,47	5,89	7,46	7,11	2,66	2,84	2,89	3,09	3,20	3,15	3,85	2,94
Jul	7,43	17,03	5,56	5,80	7,38	6,96	2,63	2,75	2,80	2,99	3,10	3,00	3,79	2,88

**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			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013 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	4,16	4,61	4,68	4,25	3,99	3,40	3,48	2,15	2,74	2,76	2,94	3,03	3,12
Feb	4,11	4,54	4,59	4,26	4,08	3,48	3,46	2,08	2,78	2,91	2,77	2,79	3,13
Mar	4,08	4,60	4,49	4,22	4,10	3,51	3,47	2,18	2,74	2,83	2,99	2,77	3,23
Abr	4,12	4,59	4,48	4,10	3,95	3,45	3,45	2,20	2,57	2,88	2,57	2,82	3,20
May	4,05	4,50	4,51	4,22	4,06	3,41	3,41	2,07	2,42	2,67	2,80	2,62	3,04
Jun	4,02	4,29	4,37	4,12	4,04	3,36	3,21	1,95	2,75	2,61	3,35	2,52	2,91
Jul	3,90	4,32	4,31	3,86	3,89	3,20	3,21	1,91	2,43	2,74	2,38	2,86	3,00

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) 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.
- 3) 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.
- 4) 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 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	1,87	2,55	1,09	1,05	0,33	1,24	2,77	1,01	
Feb	0,28	1,84	2,59	1,11	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	
May	0,27	1,70	2,48	1,05	0,96	0,34	1,18	2,71	0,87	
Jun	0,27	1,65	2,48	1,04	0,92	0,31	1,15	2,67	0,78	
Jul	0,24	1,59	2,44	1,01	0,90	0,28	1,11	2,61	0,90	

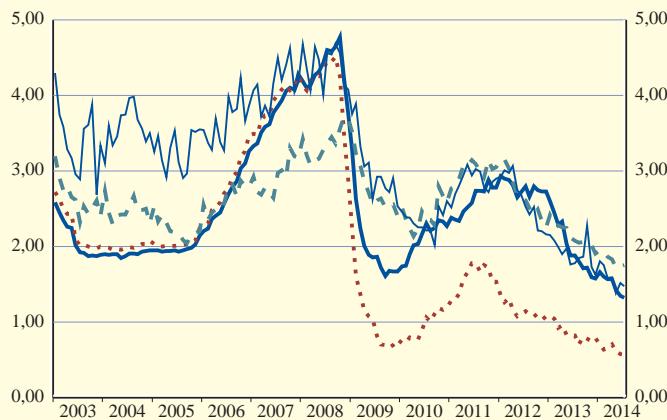
**5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)**

	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 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	3,61	3,17	3,31	7,59	6,08	4,77	3,67	3,29	3,13
Feb	3,59	3,21	3,37	7,64	6,20	4,84	3,63	3,33	3,17
Mar	3,57	3,18	3,33	7,62	6,10	4,77	3,62	3,30	3,13
Abr	3,63	3,16	3,31	7,51	6,11	4,79	3,63	3,30	3,14
May	3,60	3,15	3,29	7,50	6,10	4,76	3,57	3,28	3,13
Jun	3,29	3,15	3,29	7,49	6,11	4,79	3,51	3,28	3,13
Jul	3,24	3,10	3,26	7,41	6,04	4,76	3,44	3,22	3,08

**G21 Nuevos depósitos a plazo**

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

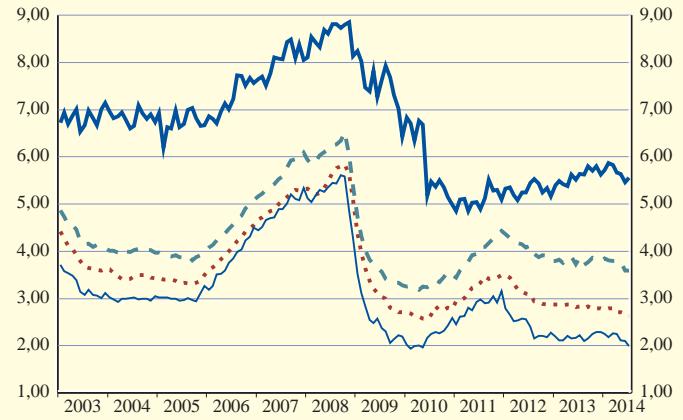
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, a más de 2 años
- De las sociedades no financieras, a más de 2 años



**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.

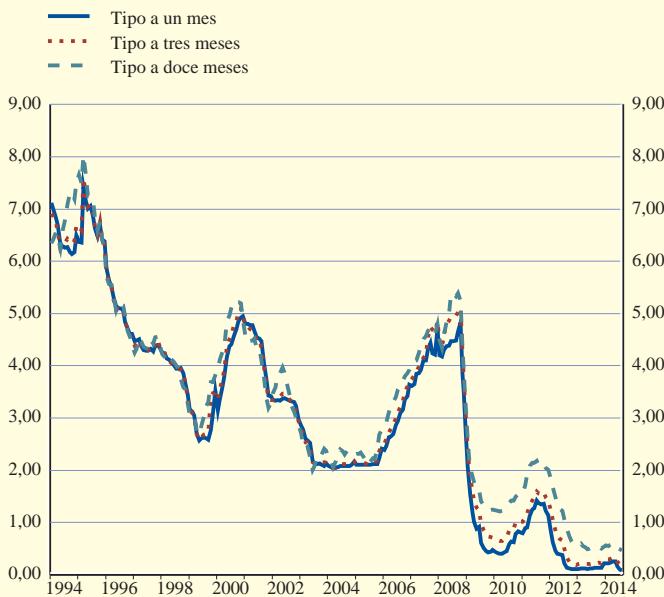
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1),2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (eonia) 1	Depósitos a 1 mes (euribor) 2	Depósitos a 3 meses (euribor) 3	Depósitos a 6 meses (euribor) 4	Depósitos a 12 meses (euribor) 5	Depósitos a 3 meses (libor) 6	Depósitos a 3 meses (libor) 7
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2013 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
II	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
2013 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
Jun	0,08	0,15	0,24	0,33	0,51	0,23	0,13
Jul	0,04	0,10	0,21	0,30	0,49	0,23	0,13
Ago	0,02	0,09	0,19	0,29	0,47	0,23	0,13

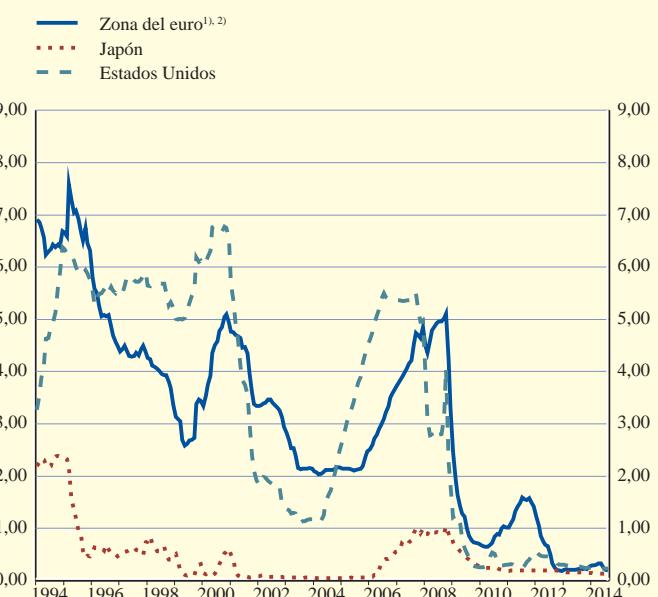
#### G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>1),2)</sup>

(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>

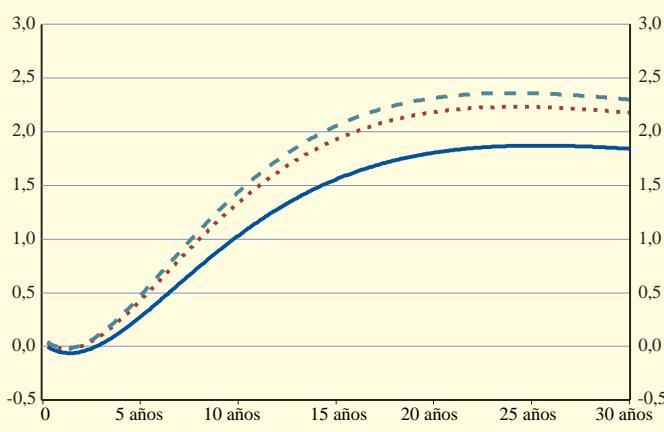
(deuda de las administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos <i>forward</i> 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 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
II	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09
2013 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
Jun	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09
Jul	0,04	-0,02	0,01	0,43	0,81	1,34	1,30	1,33	-0,04	0,14	1,35	2,91
Ago	0,00	-0,06	-0,05	0,28	0,59	1,03	1,03	1,08	-0,09	0,04	1,01	2,38

#### G25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro <sup>2)</sup>

(porcentaje; fin de período)

- Agosto 2014
- Julio 2014
- - Junio 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.

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

2) Los datos incluyen la deuda de las administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA.

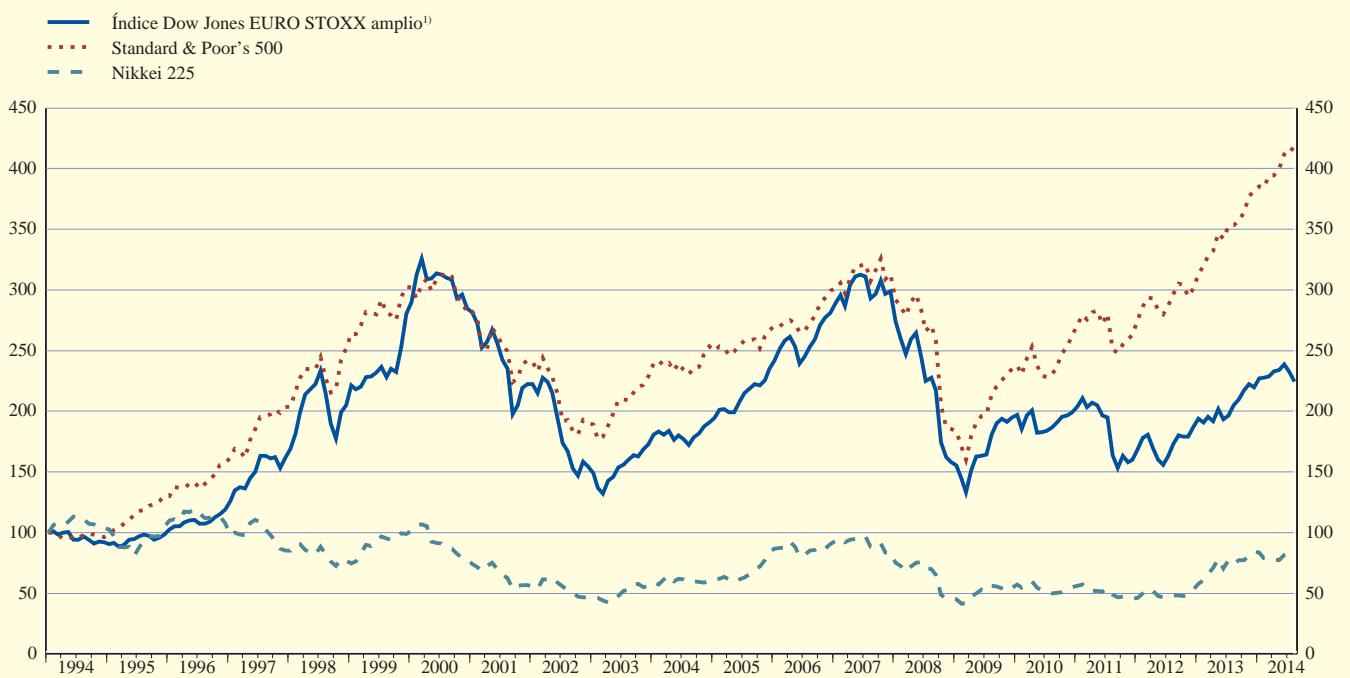
## 4.8 Índices bursátiles

(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 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
II	326,5	3.214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1.900,4	14.655,0
2013 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
Jun	331,5	3.271,7	672,1	220,9	531,9	369,2	185,9	475,0	311,6	295,2	321,4	669,1	1.947,1	15.131,8
Jul	322,3	3.192,3	659,8	215,3	522,6	361,0	178,3	453,8	311,5	292,0	308,7	660,0	1.973,1	15.379,3
Ago	311,3	3.089,1	625,9	210,7	497,0	341,5	173,6	435,3	309,8	281,2	296,7	674,1	1.961,5	15.358,7

## 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>

	Índice: 2005 = 100	Total			Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>			
		Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados		
											9	10		
% 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
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	2,3
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	-	-	2,1
2013 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	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	1,3	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	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	0,5	2,0
II	118,2	0,6	0,9	0,0	1,3	0,0	0,2	-1,0	-0,2	-0,3	0,3	0,3	0,3	2,2
2014 Mar	118,0	0,5	0,9	0,0	1,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,2	2,0
Abr	118,2	0,7	1,1	0,1	1,6	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,5	0,5	2,3
May	118,1	0,5	0,8	0,0	1,1	0,0	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	2,2
Jun	118,2	0,5	0,8	-0,1	1,3	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	2,1
Jul	117,4	0,4	0,8	-0,3	1,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,2	0,2	1,8
Ago <sup>3)</sup>	117,5	0,3	.	.	1,2	.	.	.	.	-0,6	.	.	.	.

	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						
% 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 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
II	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,9	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3
2014 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	0,1	1,5	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	1,4	1,4	-2,9	1,2	1,3
Jun	-0,2	1,4	-2,8	0,0	-0,1	0,1	1,8	1,4	1,6	-2,9	1,6	1,4
Jul	-0,3	1,1	-2,6	-0,3	0,0	-1,0	1,7	1,3	1,8	-2,9	1,5	1,4
Ago <sup>3)</sup>	-0,3	.	.	.	0,3	-2,0	.	.	.	.	.	.

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)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>2,3)</sup>			
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía								
		Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo											
% 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	6,2	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		-1,0			
2013 II	108,3	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,0	0,4	-2,4		-1,1			
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		-1,0			
IV	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,6	1,0	-2,8	0,8	-1,6		-0,9			
2014 I	107,6	-1,5	-1,1	-0,5	-1,8	0,4	0,6	0,9	0,5	-4,1	0,4	-0,6		.			
II	107,2	-1,0	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,9	0,5	-2,8	.	.		.			
2014 Feb	107,6	-1,7	-1,3	-0,5	-1,8	0,3	0,6	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	-4,4	-	-		-			
Abr	107,2	-1,2	-0,5	-0,3	-1,5	0,3	0,7	0,8	0,7	-3,4	-	-		-			
May	107,1	-1,0	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,8	0,5	-2,7	-	-		-			
Jun	107,3	-0,8	-0,1	-0,1	-0,9	0,4	0,3	1,0	0,3	-2,2	-	-		-			
Jul	107,1	-1,1	-0,4	-0,1	-0,7	0,4	0,2	1,0	0,1	-3,5	-	-		-			

### 3. Precios de las materias primas y deflactores del producto interior bruto

Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas											Deflactores del PIB <sup>1)</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			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% del total	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	60,7	44,0	19,3	57,9	40,4	22,6	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0
2011	79,7	15,9	21,3	13,6	15,0	20,0	11,8	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,6	5,8
2012	86,6	-5,2	0,2	-7,6	-1,7	5,8	-6,9	110,9	1,3	1,6	2,1	1,0	1,1	1,6	2,4
2013	81,7	-8,0	-13,4	-5,3	-7,7	-10,1	-5,8	112,5	1,5	1,1	1,2	0,3	-0,3	-1,3	-
2013 II	79,0	-8,3	-6,4	-9,2	-6,5	-3,6	-8,6	112,5	1,6	1,2	1,3	1,0	0,2	0,0	-1,2
III	82,5	-10,6	-22,2	-4,3	-11,4	-18,2	-5,7	112,6	1,4	1,0	1,4	1,1	0,2	-0,6	-1,6
IV	80,3	-10,1	-18,4	-5,9	-10,9	-15,4	-7,2	112,7	1,1	0,7	0,9	1,1	0,2	-0,9	-1,9
2014 I	78,6	-12,9	-8,8	-14,7	-11,0	-6,7	-14,1	113,2	0,9	0,6	0,8	0,5	0,1	-1,0	-2,0
II	79,9	-6,3	-1,3	-8,6	-3,7	1,1	-7,4	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Mar	77,8	-12,4	-3,9	-16,2	-9,5	-1,2	-15,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Abr	78,2	-7,6	0,6	-11,2	-5,4	1,3	-10,4	-	-	-	-	-	-	-	-
May	79,4	-6,9	-2,1	-9,2	-3,9	1,4	-8,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Jun	82,3	-4,2	-2,3	-5,1	-1,7	0,4	-3,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Jul	79,9	-4,8	-5,2	-4,6	-1,6	-1,6	-1,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Ago	77,6	-3,6	1,0	-5,6	-0,7	1,4	-2,1	-	-	-	-	-	-	-	-

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) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

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

3) Los datos se refieren al Euro-18.

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 deflactores 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	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>												
2012	112,7	1,9	4,3	2,7	2,6	1,9	3,1	1,0	0,6	2,5	0,6	2,3
2013	114,1	1,2	1,0	1,7	1,2	0,7	2,0	1,3	-1,4	1,0	1,3	1,3
2013 II	113,9	1,2	1,5	2,0	1,1	1,2	1,5	0,8	-1,4	1,3	0,8	1,4
III	114,3	1,3	1,1	2,6	2,1	0,2	3,3	0,8	-1,0	0,4	1,2	0,8
IV	114,2	0,7	-1,4	-0,4	0,9	-0,7	1,6	3,1	-1,5	0,0	2,1	0,8
2014 I	114,5	0,5	-1,4	0,5	0,9	-0,3	2,3	0,7	-0,3	1,4	0,3	0,9
Remuneración por asalariado												
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	2,1	2,5	1,9	0,9	1,3	1,4	1,2	1,7	1,7	0,8
2013 II	118,4	1,6	2,0	2,5	1,9	1,3	1,3	1,1	2,2	2,1	1,3	1,1
III	118,9	1,7	2,6	3,2	2,7	1,0	1,6	1,1	0,8	1,5	1,5	0,9
IV	119,1	1,6	1,1	2,1	2,2	0,6	1,1	1,9	0,8	1,3	2,3	0,9
2014 I	119,6	1,3	1,0	2,0	3,7	1,3	1,6	1,3	-0,3	1,6	0,5	1,0
Productividad del trabajo por persona ocupada <sup>2)</sup>												
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	1,1	0,8	0,6	0,3	-0,7	0,1	2,7	0,7	0,4	-0,5
2013 II	104,0	0,4	0,5	0,5	0,8	0,0	-0,2	0,4	3,7	0,8	0,5	-0,3
III	104,1	0,5	1,4	0,6	0,6	0,7	-1,6	0,3	1,9	1,0	0,3	0,1
IV	104,3	0,9	2,5	2,5	1,3	1,3	-0,5	-1,2	2,3	1,3	0,2	0,1
2014 I	104,4	0,8	2,5	1,5	2,8	1,6	-0,6	0,6	0,0	0,2	0,2	0,1
Remuneración por hora trabajada												
2012	119,3	2,6	2,9	3,6	4,9	2,6	3,1	1,6	2,0	2,6	1,2	2,6
2013	121,6	1,9	2,1	2,2	2,6	1,4	1,4	1,4	1,6	2,1	1,9	1,3
2013 II	121,4	1,6	1,9	1,5	1,8	1,5	1,0	0,6	2,1	2,3	1,4	1,4
III	121,9	1,8	1,9	2,1	2,4	1,3	1,9	0,6	1,9	2,0	1,7	1,2
IV	122,0	1,4	-0,1	1,0	2,1	0,7	0,8	1,0	1,0	1,5	2,3	0,4
2014 I	122,8	0,8	-0,4	0,3	2,4	0,9	1,7	1,1	-0,4	1,5	0,9	-0,7
Productividad del trabajo por hora trabajada <sup>2)</sup>												
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	0,5	1,1	0,7	-0,6	0,2	3,3	1,1	0,6	0,0
2013 II	107,1	0,3	-0,3	-0,3	0,2	0,3	-0,4	-0,3	3,7	0,4	0,5	0,0
III	107,3	0,7	0,7	-0,4	0,3	1,4	-1,2	0,0	2,5	1,7	0,6	0,3
IV	107,5	0,7	1,7	1,5	1,2	1,2	-1,1	-1,9	3,1	2,0	0,2	-0,2
2014 I	107,9	0,4	1,9	-0,2	1,6	1,2	-0,7	0,2	1,6	0,5	0,6	-1,3

### 5. Índices de costes laborales<sup>3)</sup>

	Total (índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes			Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>4)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios		
% del total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2012	108,7	1,9	1,9	1,8	2,4	2,4	2,4	2,1	2,2
2013	110,3	1,5	1,8	0,9	2,1	0,9	0,9	1,2	1,8
2013 III	107,4	1,2	1,4	0,7	1,6	0,0	1,1	1,7	
IV	116,8	1,6	2,0	0,4	1,6	1,2	1,0	1,7	
2014 I	103,7	0,9	1,5	-0,8	0,7	1,9	1,3	1,9	
II									1,9

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) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por la productividad del trabajo por persona ocupada.

2) PIB total y valor añadido por actividad económica (en términos reales) por factor trabajo (personas ocupadas y horas trabajadas).

3) 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.

4) 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
Precios corrientes (mm de euros)									
2010	9.185,8	9.065,0	5.282,7	2.019,9	1.741,2	21,1	120,8	3.793,9	3.673,1
2011	9.444,0	9.315,2	5.427,3	2.032,6	1.796,6	58,7	128,8	4.186,7	4.057,9
2012	9.505,4	9.259,5	5.464,4	2.041,9	1.744,9	8,4	245,9	4.362,6	4.116,7
2013	9.602,5	9.271,4	5.496,2	2.069,8	1.698,5	6,9	331,2	4.410,3	4.079,2
2013 I	2.385,7	2.311,4	1.367,7	516,3	422,8	4,6	74,3	1.085,5	1.011,2
II	2.400,9	2.311,8	1.371,7	517,1	422,8	0,2	89,1	1.107,0	1.017,9
III	2.405,8	2.326,3	1.377,7	519,5	425,8	3,3	79,6	1.105,5	1.026,0
IV	2.415,5	2.325,5	1.380,4	517,0	430,8	-2,7	90,0	1.118,6	1.028,6
2014 I	2.429,6	2.345,0	1.385,4	522,4	430,6	6,5	84,6	1.116,7	1.032,1
porcentaje del PIB									
2013	100,0	96,6	57,2	21,6	17,7	0,1	3,4	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)									
tasas de variación intertrimestral									
2013 II	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,1	-	-	2,3	1,5
III	0,1	0,5	0,1	0,3	0,5	-	-	0,1	1,1
IV	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,9	-	-	1,4	0,6
2014 I	0,2	0,5	0,2	0,7	0,2	-	-	0,2	0,8
II	0,0	.	.	.	.	-	-	.	.
tasas de variación interanual									
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 II	-0,6	-1,3	-0,7	0,1	-3,4	-	-	1,6	0,0
III	-0,3	-0,4	-0,4	0,6	-2,4	-	-	1,0	0,8
IV	0,5	0,2	0,2	0,2	-0,1	-	-	3,0	2,5
2014 I	0,9	0,9	0,5	0,7	1,7	-	-	4,0	4,1
II	0,7	.	.	.	.	-	-	.	.
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales									
2013 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	0,4	-	-
2014 I	0,2	0,5	0,1	0,1	0,0	0,2	-0,3	-	-
II	0,0	.	.	.	.	-	-	.	.
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales									
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 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	0,9	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	-	-
II	0,7	.	.	.	.	-	-	.	.

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

	Total	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, administra- tivas y servicios auxiliares	Adminis- tración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	Impuestos menos subven- ciones sobre los productos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
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	8.610,9	144,0	1.660,7	478,1	1.622,3	358,1	440,0	1.004,8	895,7	1.686,9	320,3	991,7
2013 I	2.140,1	36,1	412,3	120,2	402,3	90,4	109,0	249,1	220,8	420,6	79,3	245,6
II	2.150,3	36,3	415,3	119,0	404,8	90,1	110,7	250,2	223,4	420,9	79,7	250,5
III	2.157,4	35,7	415,6	119,4	407,4	88,9	110,4	251,7	225,3	422,2	80,7	248,4
IV	2.168,5	36,0	419,8	120,1	409,0	88,8	110,1	253,8	226,4	423,4	81,0	247,0
2014 I	2.177,3	36,7	418,1	120,6	410,1	88,7	112,6	254,2	226,8	427,7	81,8	252,3
porcentaje del valor añadido												
2013	100,0	1,7	19,3	5,6	18,8	4,2	5,1	11,7	10,4	19,6	3,7	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2013 I	-0,2	0,3	0,3	-1,3	-0,2	-0,2	-1,3	-0,1	0,4	-0,4	-0,3	-0,4
II	0,3	0,2	0,5	-0,9	0,6	0,2	-0,4	0,1	0,9	0,1	0,0	0,5
III	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,7	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	-0,3
IV	0,4	1,3	0,6	0,2	0,4	0,3	-0,5	0,4	0,3	0,4	0,1	-0,4
2014 I	0,1	1,7	-0,2	0,4	0,4	0,1	0,6	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,8
tasas de variación interanual												
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	-0,9	-2,7	-1,6	-5,2	-1,9	-0,5	0,3	0,8	-0,1	0,2	-0,9	-2,8
II	-0,5	-0,9	-0,9	-4,9	-0,9	-0,3	-0,8	0,8	1,2	0,0	-0,4	-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	-1,8	1,1	-0,5	-1,6	0,7	1,9	0,3	-0,2	-0,5
2014 I	1,0	3,3	1,0	-0,2	1,6	-0,2	0,3	0,6	1,7	0,8	0,3	0,6
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
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	0,4	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	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
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	-0,9	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	1,0	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, 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	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	2,1	103,5	3,5	4,7	4,8	4,2	8,5	1,0	0,6	1,0	-4,3	-3,4			
2012	-3,0	101,0	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,1	-2,5	-4,9	-2,2	-0,4	-5,0			
2013	-1,1	100,3	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-3,7	0,1	-0,8	-2,8			
2013 III	-1,1	100,3	-1,0	-1,0	-0,9	-0,7	-1,3	-0,7	-3,8	-0,2	-2,1	-1,2			
IV	1,0	100,9	1,6	2,0	2,1	2,5	2,7	0,5	-2,4	1,1	-1,3	-1,3			
2014 I	2,2	101,1	1,3	3,1	3,2	3,2	4,1	2,1	-0,2	2,3	-9,1	6,6			
II	1,0	101,1	0,8	1,5	1,6	1,3	0,7	3,1	-0,9	3,8	-4,9	2,8			
2014 Feb	2,5	101,3	1,9	3,9	4,0	3,8	4,3	3,8	0,4	4,3	-9,7	6,9			
Mar	1,1	100,8	0,3	2,3	2,5	2,7	2,7	2,1	-0,9	2,4	-12,2	6,3			
Abr	2,3	102,0	1,8	3,2	3,2	3,4	1,0	5,9	0,3	6,9	-7,7	7,3			
May	0,8	100,8	0,6	1,1	1,2	0,2	1,2	2,5	-1,1	3,0	-3,3	4,4			
Jun	-0,4	100,5	0,0	0,4	0,4	0,2	-0,1	1,1	-1,8	1,7	-3,4	-2,3			
tasa de variación intermensual (d.)															
2014 Feb	-0,1	-	0,1	0,5	0,5	0,2	-0,1	1,6	1,3	1,5	-2,5	0,0			
Mar	-0,5	-	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	0,0	-0,7	0,6	-0,5			
Abr	0,8	-	1,1	1,2	1,2	0,5	0,5	2,9	-0,3	3,6	1,3	0,3			
May	-1,2	-	-1,1	-1,6	-1,9	-2,0	-1,0	-1,8	-2,5	-1,8	2,9	-1,4			
Jun	-0,2	-	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	0,0	-1,6	2,3	-1,9	-0,7	-0,7			

#### **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	Total	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación		Combustible	Total			
% del total en 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,2	12,0	9,1	Total (d.; miles) <sup>2)</sup>	Total	
	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	-0,8	-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	104,4	0,0	107,3	-1,4	-0,4	96,8	-0,8	-1,0	-0,5	-1,4	-2,6	-0,9	713	-4,4
2013 III	105,3	1,1	107,6	-1,4	-0,1	97,0	-0,5	-0,6	-0,3	-0,4	-2,6	-0,1	709	-2,2
IV	106,2	2,8	107,9	0,3	0,2	96,9	0,3	-0,3	1,0	0,5	-0,7	0,3	744	5,3
2014 I	107,1	4,4	108,8	1,7	0,6	97,5	1,0	-0,4	2,2	3,5	0,6	0,8	725	5,0
II	107,4	3,9	108,3	1,5	0,8	97,9	1,4	1,2	1,7	1,8	0,1	-0,5	737	3,9
2014 Mar	107,0	3,5	108,4	0,7	0,6	97,6	1,0	-0,9	3,0	6,2	0,6	1,2	730	4,0
Abr	108,6	5,8	108,8	2,3	1,2	97,6	1,7	2,0	1,5	0,1	0,6	-0,6	743	5,1
May	107,5	4,4	107,6	0,6	0,1	97,8	0,6	0,0	1,4	3,1	-0,1	-0,5	731	3,3
Jun	106,1	1,7	108,4	1,5	1,2	98,1	1,9	1,7	2,3	2,3	-0,1	-0,3	738	3,3
Jul	.	.	.	.	0,1	97,7	0,8	-0,2	1,5	.	.	-2,9	.	.
tasa de variación intermensual (d.)														
2014 Mar	-	-0,2	-	-0,5	0,0	-	0,0	0,2	0,0	-0,4	-0,8	1,2	-	-0,9
Abr	-	1,5	-	0,4	0,0	-	0,1	0,4	-0,4	-1,9	0,2	-0,6	-	1,9
May	-	-1,0	-	-1,1	0,1	-	0,2	0,0	0,5	2,2	0,0	0,3	-	-1,6
Jun	-	-1,3	-	0,7	0,3	-	0,3	0,5	0,2	0,0	-0,7	0,2	-	0,9
Jul					0,3		0,4	0,6	0,2		0,5			

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).

<sup>1)</sup> Para más información, véase G. J. de Bondt, H. C. Dieder, S. Muzikarova e I. Vincze, «Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders», Occasional Paper Series, n.<sup>o</sup> 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										
	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 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
II	102,2	-3,6	-15,3	3,6	8,0	79,7	-7,7	-3,5	-2,9	16,6	-8,0
2014 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	102,6	-3,1	-14,6	3,5	8,9	-	-7,1	-3,4	-2,5	15,1	-7,4
Jun	102,1	-4,3	-15,9	4,0	6,9	-	-7,5	-2,9	-2,8	16,2	-8,1
Jul	102,1	-3,8	-15,5	4,1	8,2	79,8	-8,4	-3,1	-4,1	19,2	-7,1
Ago	100,6	-5,3	-15,6	4,4	3,9	-	-10,0	-4,0	-7,3	21,4	-7,5

Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios						
								Sector 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	Demandas en los últimos meses	Demandas en los próximos meses
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-3,9	-6,1	7,4	1,8	3,9	1,4	3,0	7,3
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,4	-5,3	11,6	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,5	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,8	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	86,9
2013 II	-31,5	-38,5	-24,3	-16,4	-24,5	11,2	-13,7	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9
III	-31,0	-39,7	-22,3	-10,3	-16,2	8,6	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8
IV	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,3	-1,3	-4,2	-3,4	3,6
2014 I	-29,0	-39,6	-18,5	-3,1	-5,7	5,6	2,1	3,4	1,0	1,9	7,2
II	-30,7	-40,2	-21,2	-2,3	-3,5	6,7	3,3	3,9	2,7	1,9	7,1
2014 Mar	-28,7	-39,9	-17,6	-2,6	-4,5	5,0	1,6	4,5	3,2	3,5	6,7
Abr	-30,4	-40,0	-20,7	-2,6	-5,9	6,2	4,2	3,5	2,3	1,5	6,7
May	-30,1	-40,4	-19,7	-2,5	-3,0	8,0	3,6	3,8	3,2	2,2	5,9
Jun	-31,7	-40,1	-23,3	-1,9	-1,7	6,0	2,1	4,4	2,6	1,9	8,6
Jul	-28,2	-39,0	-17,3	-2,3	-1,6	6,8	1,5	3,6	1,7	3,1	6,1
Ago	-28,4	-39,7	-17,0	-4,6	-5,9	7,3	-0,4	3,1	1,0	2,4	6,0

Fuente: Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros).

- Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 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.
- 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.
- 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)</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
Personas ocupadas													
nivel (miles)													
2013	145.877	124.718	21.159	4.971	22.791	9.109	35.881	4.066	4.046	1.278	18.396	34.488	10.851
porcentaje del total de personas ocupadas													
2013	100,0	85,5	14,5	3,4	15,6	6,2	24,6	2,8	2,8	0,9	12,6	23,6	7,4
tasas de variación interanual													
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	-0,9	-1,4	-1,4	-4,6	-0,8	0,0	-0,7	-1,9	0,4	-0,2	0,0
2013 II	-1,0	-1,0	-0,9	-1,4	-1,4	-5,6	-0,9	-0,1	-1,1	-2,8	0,4	-0,4	-0,1
III	-0,8	-0,8	-0,7	-0,9	-1,6	-4,2	-0,8	0,3	-0,3	-1,0	0,2	-0,2	-0,2
IV	-0,4	-0,3	-0,7	-0,5	-0,9	-3,1	-0,3	0,1	-0,4	-1,6	0,7	0,0	-0,3
2014 I	0,1	0,2	-0,3	0,7	-0,5	-2,9	0,0	0,5	-0,3	0,6	1,5	0,6	0,3
tasas de variación intertrimestral													
2013 II	-0,1	-0,1	0,1	1,6	-0,4	-1,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-0,4
III	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,2	0,3
IV	0,1	0,1	-0,1	-0,5	0,2	-0,5	0,2	0,6	-0,1	-1,2	0,1	0,3	0,1
2014 I	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,1	-1,0	-0,1	0,1	0,0	1,5	0,4	0,2	0,4
Horas trabajadas													
nivel (millones)													
2013	228.826	184.226	44.600	9.973	35.904	15.797	59.447	6.518	6.375	1.961	28.561	49.108	15.183
porcentaje del total de horas trabajadas													
2013	100,0	80,5	19,5	4,4	15,7	6,9	26,0	2,8	2,8	0,9	12,5	21,5	6,6
tasas de variación interanual													
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	-1,1	0,5	-0,5	-0,1
2013	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,2	-5,0	-1,2	-0,1	-0,8	-2,4	-0,1	-0,5	-0,5
2013 II	-0,9	-1,0	-0,5	-0,7	-0,6	-5,1	-1,2	0,1	-0,5	-2,9	0,8	-0,4	-0,4
III	-0,9	-0,8	-1,4	-0,2	-0,7	-3,9	-1,4	-0,2	0,0	-1,7	-0,4	-0,4	-0,4
IV	-0,2	-0,1	-0,7	0,2	0,0	-3,0	-0,1	0,6	0,4	-2,3	0,0	0,1	0,0
2014 I	0,5	0,7	-0,3	1,3	1,1	-1,8	0,4	0,5	0,1	-1,0	1,2	0,2	1,7
tasas de variación intertrimestral													
2013 II	0,6	0,6	0,7	0,8	1,2	0,5	0,6	0,5	0,5	0,3	1,0	0,4	-0,2
III	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,6	-0,1	-0,5	0,1	-1,0	0,1	0,1	0,3
IV	0,1	0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,9	0,1	0,7	-0,1	-1,5	-0,3	0,6	0,1
2014 I	-0,1	-0,1	-0,3	0,7	0,1	-0,7	-0,2	-0,4	-0,4	1,3	0,4	-1,0	1,5
Horas trabajadas por persona ocupada													
nivel (miles)													
2013	1.569	1.477	2.108	2.006	1.575	1.734	1.657	1.603	1.576	1.535	1.553	1.424	1.399
tasas de variación interanual													
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	0,5	0,2	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,2	-0,5
2013 II	0,1	0,1	0,4	0,8	0,8	0,5	-0,3	0,2	0,7	-0,1	0,4	0,0	-0,3
III	-0,2	0,0	-0,8	0,7	0,9	0,3	-0,6	-0,4	0,3	-0,7	-0,3	-0,3	-0,2
IV	0,2	0,2	0,0	0,7	1,0	0,1	0,1	0,5	0,7	-0,8	-0,7	0,1	0,3
2014 I	0,4	0,5	0,1	0,6	1,6	1,2	0,4	0,0	0,3	-1,6	-0,3	-0,4	1,4
tasas de variación intertrimestral													
2013 II	0,7	0,7	0,6	-0,8	1,6	1,4	0,6	0,4	0,7	0,3	0,5	0,5	0,2
III	-0,1	0,0	-0,1	0,3	0,3	-0,2	0,0	-0,2	0,0	-1,3	-0,4	-0,1	0,0
IV	0,0	0,0	-0,4	0,4	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,4	0,4	0,0
2014 I	-0,2	-0,2	-0,1	0,7	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	-1,2	1,1

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Los datos de empleo se basan en el SEC 95.

### 5.3 Mercado de trabajo

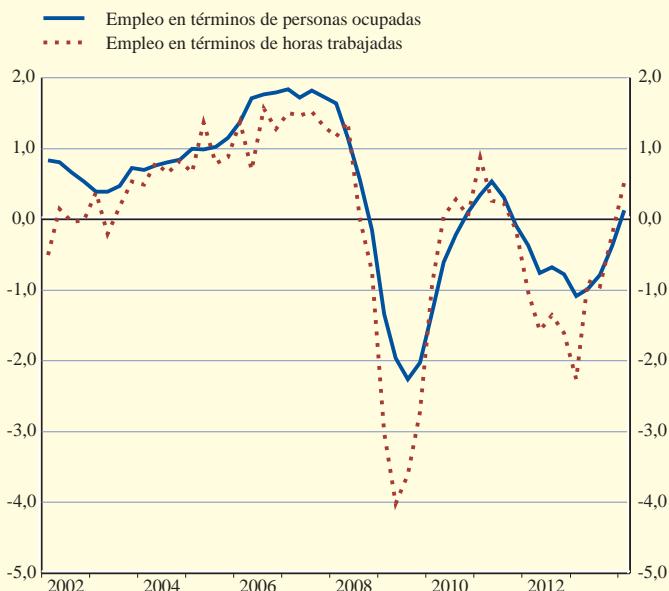
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

#### 2. Desempleo y vacantes<sup>1)</sup>

	Desempleo										Tasa de vacantes <sup>2)</sup>	
	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</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			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2010	15,995	10,1	12,684	8,9	3,311	21,0	8,667	10,0	7,328	10,2	1,5	
2011	16,067	10,1	12,828	8,9	3,239	20,9	8,595	9,9	7,472	10,4	1,7	
2012	18,079	11,3	14,560	10,1	3,519	23,2	9,732	11,2	8,347	11,4	1,6	
2013	19,116	11,9	15,557	10,7	3,559	23,9	10,280	11,9	8,836	12,0	1,5	
2013 II	19,198	12,0	15,626	10,8	3,572	23,9	10,320	11,9	8,878	12,1	1,5	
III	19,162	12,0	15,613	10,7	3,549	24,0	10,338	11,9	8,824	12,0	1,4	
IV	18,995	11,9	15,504	10,7	3,491	23,8	10,175	11,8	8,819	12,0	1,6	
2014 I	18,767	11,7	15,313	10,5	3,453	23,7	10,093	11,7	8,674	11,8	1,7	
II	18,522	11,6	15,158	10,4	3,365	23,3	9,915	11,5	8,607	11,7	.	
2014 Feb	18,767	11,7	15,327	10,6	3,440	23,7	10,115	11,7	8,653	11,8	-	
Mar	18,681	11,7	15,255	10,5	3,426	23,6	10,041	11,6	8,640	11,8	-	
Abr	18,590	11,6	15,203	10,5	3,387	23,5	10,005	11,6	8,585	11,7	-	
May	18,572	11,6	15,202	10,5	3,371	23,3	9,933	11,5	8,639	11,8	-	
Jun	18,405	11,5	15,068	10,4	3,337	23,2	9,808	11,4	8,596	11,7	-	
Jul	18,409	11,5	15,082	10,4	3,327	23,2	9,813	11,4	8,595	11,7	-	

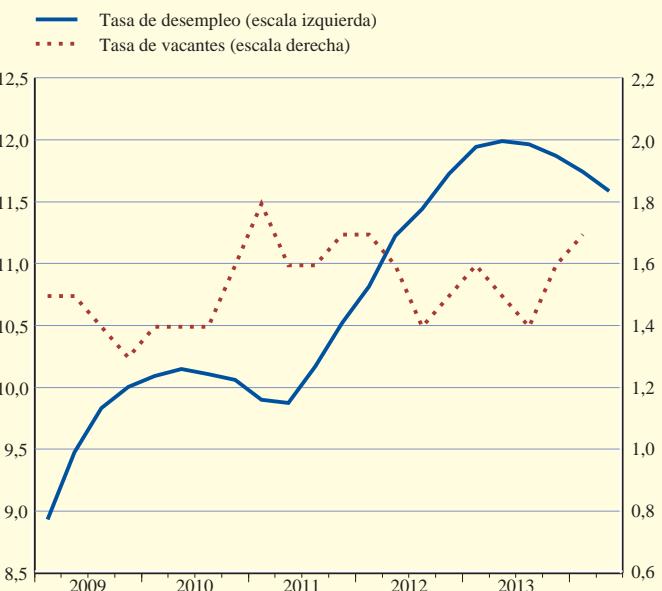
#### G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas<sup>2)</sup>

(tasas de variación interanual)



#### G29 Desempleo y tasas de vacantes<sup>2)</sup>

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

1) Los datos de desempleo se refieren a personas y siguen las recomendaciones de la OIT.

2) Industria, construcción y servicios (excluidos los hogares como empleadores y los organismos extraterritoriales); datos sin desestacionalizar.

3) 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.

4) 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	Impuest. sobre el capital	13	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	14
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	13	
		1	2	3	4	5	6	7	9	10	11	12	14	
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>								Consumo colectivo	Consumo individual		
	Total	Admones Centrales	Admones Regionales	Admones Locales	Admones Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	11	12	13	14		
	1	2	3	4	5		7	8	9	10	11	12	13	14				
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>			Otras instituciones financieras	Resto de sectores	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
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		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>6)</sup>
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	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	
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores <sup>9)</sup>	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital	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.

- 1) 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.
- 2) La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- 3) 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).
- 4) Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- 5) Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 6) Incluye residentes en países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 7) Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- 8) Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- 9) 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>
		Impuestos directos		Impuestos indirectos		Cotizaciones sociales		Ventas	Rentas de la propiedad		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
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	13,0	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6	
III	43,4	43,1	12,2	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5	
IV	48,7	48,1	13,8	13,3	16,3	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8	
2009 I	42,5	42,4	10,5	12,0	15,6	2,3	1,1	0,1	0,2	38,3	
II	45,5	45,0	12,0	12,5	15,7	2,5	1,5	0,6	0,5	40,7	
III	42,8	42,4	10,9	12,1	15,5	2,4	0,7	0,3	0,3	38,7	
IV	48,4	47,6	12,8	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,3	
2010 I	42,4	42,2	10,1	12,4	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,2	
II	45,3	44,9	12,0	12,7	15,4	2,6	1,4	0,4	0,3	40,4	
III	43,1	42,8	10,9	12,6	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0	
IV	48,3	47,5	13,1	13,2	16,4	2,8	1,0	0,7	0,3	43,0	
2011 I	43,1	42,8	10,6	12,6	15,3	2,4	1,0	0,3	0,3	38,9	
II	45,6	45,2	12,3	12,7	15,3	2,5	1,5	0,3	0,3	40,6	
III	43,6	43,3	11,3	12,6	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5	
IV	48,9	47,8	13,2	13,2	16,6	2,8	1,0	1,1	0,4	43,5	
2012 I	43,7	43,4	10,9	12,9	15,4	2,4	1,0	0,3	0,2	39,4	
II	46,4	46,1	12,8	12,9	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,5	
III	44,6	44,1	11,8	12,7	15,5	2,6	0,7	0,4	0,3	40,3	
IV	50,1	49,4	14,0	13,6	16,9	2,9	1,0	0,7	0,3	44,8	
2013 I	44,3	44,0	11,3	12,8	15,6	2,4	1,0	0,2	0,3	40,0	
II	47,5	47,1	13,3	13,0	15,7	2,6	1,5	0,4	0,4	42,4	
III	45,0	44,5	11,9	12,8	15,5	2,6	0,7	0,5	0,4	40,6	
IV	50,2	49,4	14,1	13,6	16,9	2,9	0,9	0,7	0,3	45,0	
2014 I	44,6	44,4	11,5	12,9	15,6	2,4	1,0	0,2	0,3	40,4	

## 2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+) primario	
		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
2008 I	45,4	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	4,9	3,3	23,8	20,7	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,6	2,7
III	45,7	42,0	9,8	5,0	2,9	24,3	21,1	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,3	0,6
IV	51,4	46,8	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	-6,8	-4,0
II	50,6	46,4	11,2	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,1	-2,1
III	50,0	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,4	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,3	-4,5
IV	54,7	49,8	11,8	6,8	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,2	-3,4
2010 I	50,4	46,5	10,7	5,1	2,7	28,0	23,6	1,4	3,9	2,4	1,5	-8,0	-5,3
II	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,3	-1,3
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	2,8	2,0	-5,3	-2,4
2011 I	48,4	45,3	10,3	4,9	2,9	27,2	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,3	-2,4
II	48,5	45,2	10,7	5,3	3,2	26,1	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,0	0,2
III	48,0	44,5	10,1	5,3	2,9	26,3	22,8	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,4	-1,5
IV	52,7	48,7	11,3	6,6	3,2	27,6	23,6	1,5	4,0	2,6	1,8	-3,8	-0,7
2012 I	48,1	45,4	10,2	4,9	3,0	27,3	23,2	1,2	2,7	2,0	0,8	-4,4	-1,4
II	49,1	45,8	10,6	5,3	3,3	26,6	23,2	1,1	3,3	2,1	1,2	-2,7	0,6
III	48,5	44,9	10,0	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,5	2,2	1,3	-3,9	-1,0
IV	53,9	48,7	11,1	6,6	3,1	27,9	24,0	1,4	5,2	2,4	2,8	-3,8	-0,6
2013 I	48,8	46,2	10,3	5,0	2,8	28,1	23,8	1,2	2,6	1,8	1,0	-4,6	-1,8
II	49,4	46,0	10,5	5,4	3,0	27,1	23,5	1,1	3,4	2,0	1,4	-1,9	1,1
III	48,5	45,3	10,0	5,3	2,8	27,2	23,5	1,2	3,2	2,2	1,0	-3,5	-0,7
IV	52,1	48,6	11,1	6,3	2,9	28,3	24,2	1,5	3,6	2,3	1,3	-2,0	0,9
2014 I	48,7	46,0	10,2	4,9	2,7	28,2	23,8	1,4	2,7	1,9	0,7	-4,1	-1,4

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) 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.

2) 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				Valores a largo plazo 5
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5	
2011 II	87,4	2,5	15,2	7,5	62,2	
III	87,0	2,5	15,4	7,8	61,4	
IV	87,4	2,5	15,5	7,4	62,0	
2012 I	88,4	2,6	16,0	7,6	62,3	
II	90,1	2,5	16,9	7,3	63,3	
III	90,2	2,6	16,8	7,2	63,6	
IV	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9	
2013 I	92,5	2,6	17,2	7,0	65,7	
II	93,6	2,5	17,2	6,9	67,0	
III	92,9	2,6	16,9	6,9	66,5	
IV	92,6	2,6	16,9	6,3	66,8	
2014 I	93,9	2,6	16,8	6,4	68,1	

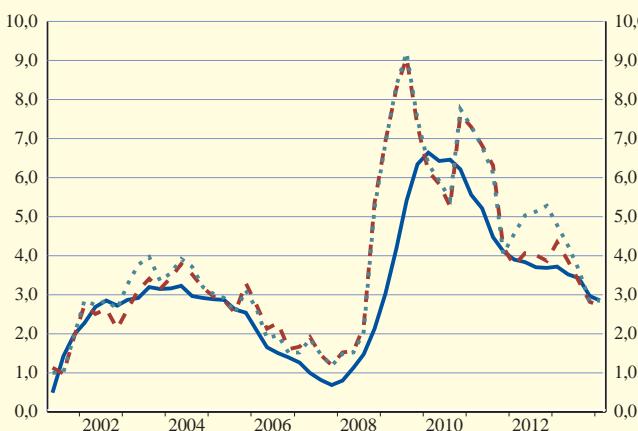
### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	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 II	5,9	-3,0	2,9	2,5	2,8	0,6	-0,3	-0,5	0,2	0,2	5,7
III	0,9	-4,4	-3,5	-3,8	-3,7	-0,5	0,1	0,2	0,5	-0,2	0,3
IV	2,8	-3,8	-1,1	-0,6	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,7	0,2	3,5
2012 I	5,5	-4,4	1,1	3,4	4,1	-0,2	-0,5	0,0	-3,2	0,9	8,7
II	7,1	-2,7	4,4	4,0	1,8	0,9	0,5	0,7	-0,5	0,9	7,6
III	0,7	-3,9	-3,2	-2,1	-2,1	0,5	-0,6	0,1	0,0	-1,1	0,7
IV	2,2	-3,8	-1,5	-0,4	-2,4	0,3	0,2	1,5	-1,9	0,7	4,1
2013 I	7,4	-4,6	2,8	1,5	1,4	-0,6	-0,2	0,9	0,7	0,6	6,8
II	5,2	-1,9	3,3	3,7	3,2	0,2	0,0	0,3	-0,3	-0,1	5,5
III	-1,4	-3,5	-4,9	-4,3	-3,4	-0,9	0,0	0,0	0,3	-0,8	-1,7
IV	0,2	-2,0	-1,8	-2,7	-3,1	0,2	-0,3	0,5	-0,7	1,7	0,9
2014 I	7,0	-4,1	2,9	2,7	3,4	-0,4	-0,3	0,0	0,2	-0,1	6,7

### G30 Déficit, necesidad de financiación y variación de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

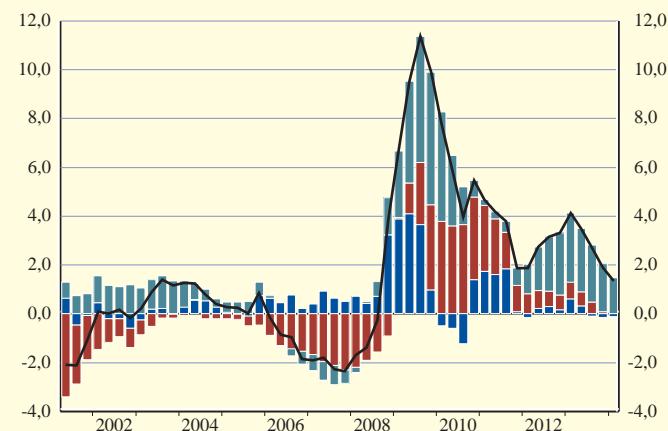
- Déficit
- - Variación de la deuda
- Necesidad de financiación



### 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	
	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	227,8	165,3	113,2	69,8	-120,5	21,5	249,3	-252,9	-32,2	110,3	17,3	-343,9	-4,4	3,5
2013 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	87,7	48,1	30,5	23,6	-14,4	9,3	97,0	-101,6	-16,3	59,0	3,4	-147,3	-0,3	4,6
2014 I	31,6	36,9	19,6	17,6	-42,6	5,5	37,1	-31,8	-24,4	63,8	0,7	-69,3	-2,6	-5,3
II	48,9	43,2	34,7	0,1	-29,2	2,7	51,6	-64,4	-0,1	-20,5	6,0	-49,5	-0,3	12,8
2013 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	26,4	17,4	10,0	6,8	-7,9	3,0	29,4	-19,8	17,9	-4,5	3,5	-37,6	0,9	-9,6
Nov	28,8	17,7	8,9	6,7	-4,5	3,7	32,5	-32,9	-23,2	57,5	-1,4	-66,0	0,2	0,4
Dic	32,5	12,9	11,5	10,0	-2,0	2,6	35,1	-48,9	-11,0	6,0	1,3	-43,7	-1,3	13,7
2014 Ene	2,8	1,8	7,3	4,4	-10,9	0,9	3,7	7,1	-9,2	45,1	0,2	-26,3	-2,7	-10,7
Feb	9,3	15,9	6,1	5,6	-18,4	2,6	11,9	-12,0	-0,5	35,0	2,5	-49,5	0,5	0,1
Mar	19,5	19,2	6,2	7,5	-13,3	2,0	21,5	-26,8	-14,6	-16,4	-2,0	6,5	-0,3	5,3
Abr	18,8	15,7	9,4	4,5	-10,8	1,2	20,0	-19,1	-18,7	-86,5	2,9	83,5	-0,3	-0,9
May	9,3	13,1	13,8	-10,8	-6,8	0,2	9,5	-9,3	10,6	60,0	-0,5	-79,0	-0,5	-0,1
Jun	20,8	14,4	11,5	6,4	-11,6	1,4	22,2	-35,9	8,0	6,0	3,6	-53,9	0,5	13,7
	transacciones acumuladas de 12 meses													
2014 Jun	219,6	166,3	118,3	55,3	-120,3	22,1	241,7	-253,6	-53,4	107,1	17,7	-319,0	-6,0	11,9
	transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB													
2014 Jun	2,3	1,7	1,2	0,6	-1,2	0,2	2,5	-2,6	-0,6	1,1	0,2	-3,3	-0,1	0,1

### 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

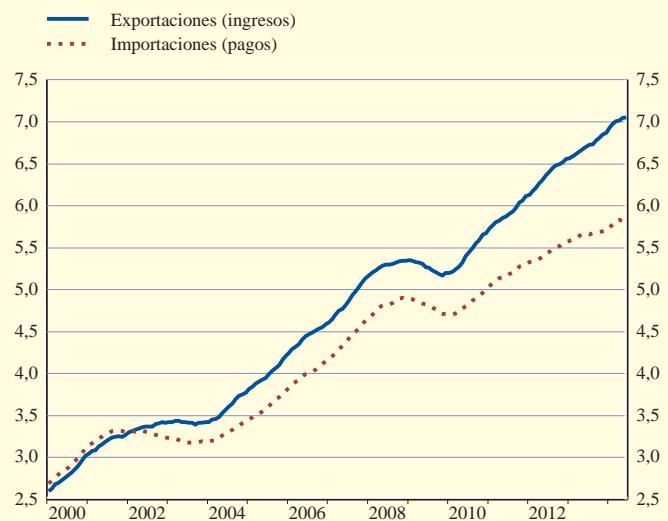
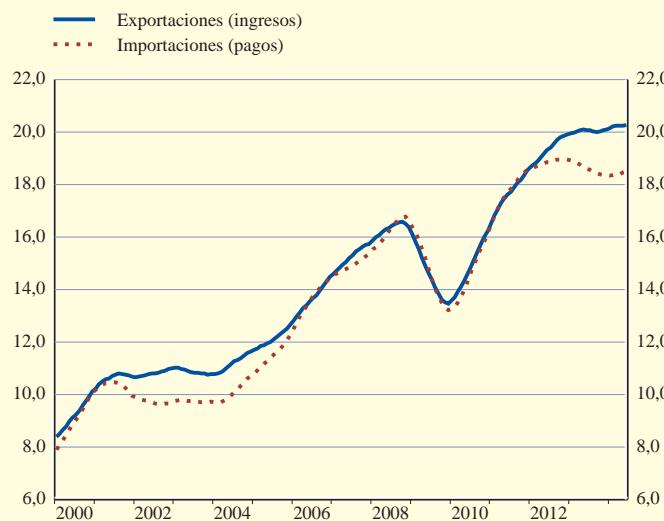
	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2011	3.028,7	3.016,6	12,1	1.792,9	1.792,1	590,8	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	3.019,2	227,8	1.936,2	1.770,9	663,1	549,9	547,9	478,1	99,8	6,7	220,3	24,4	33,9	12,4
2013 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	749,9	87,7	496,4	448,3	173,3	142,9	133,2	109,7	34,7	1,7	49,1	6,1	13,1	3,8
2014 I	797,4	765,9	31,6	482,5	445,6	158,3	138,7	128,2	110,6	28,4	1,6	71,0	6,0	7,6	2,1
II	824,2	775,3	48,9	488,8	445,6	170,8	136,1	144,8	144,7	19,7	.	48,9	.	6,2	3,4
2014 Abr	267,8	249,0	18,8	162,1	146,4	54,0	44,6	45,9	41,4	5,9	-	16,7	-	2,0	0,8
May	274,2	264,9	9,3	163,1	149,9	57,4	43,6	47,0	57,8	6,7	-	13,5	-	1,7	1,6
Jun	282,2	261,4	20,8	163,7	149,3	59,4	47,9	52,0	45,5	7,1	-	18,7	-	2,4	1,0
Datos desestacionalizados															
2013 IV	819,2	752,5	66,7	492,2	445,8	170,0	138,8	132,0	115,3	25,1	-	52,5	-	-	-
2014 I	828,7	773,1	55,6	495,8	448,9	173,6	147,7	133,8	120,3	25,6	-	56,2	-	-	-
II	820,8	766,3	54,5	489,3	448,9	170,5	138,9	136,9	124,4	24,1	-	54,0	-	-	-
2014 Abr	272,6	251,0	21,6	162,6	145,6	56,5	46,5	45,9	40,5	7,6	-	18,3	-	-	-
May	273,6	253,7	19,8	162,7	150,9	57,9	45,1	44,9	42,6	8,1	-	15,1	-	-	-
Jun	274,7	261,7	13,1	164,0	152,4	56,1	47,3	46,2	41,3	8,4	-	20,6	-	-	-
transacciones acumuladas de 12 meses															
2014 Jun	3.277,2	3.050,6	226,7	1.957,4	1.786,2	680,8	562,7	539,4	483,4	99,7	-	218,3	-	-	-
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB															
2014 Jun	34,0	31,6	2,3	20,3	18,5	7,1	5,8	5,6	5,0	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	Beneficios reinvertidos		Pagos	Beneficios reinvertidos		Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	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	30,0	14,0	518,0	464,1	267,5	40,0	143,1	34,6	45,8	58,9	44,8	104,4	99,2	108,1	60,7	49,6
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	125,5	106,1	65,1	-4,5	34,2	-0,1	11,8	15,6	9,7	18,1	24,7	26,5	14,2	11,7
2014 I	7,5	2,7	120,7	107,9	59,4	15,7	35,1	4,9	12,8	13,4	11,2	19,6	23,7	28,2	13,4	11,7

### 3. Desagregación geográfica (transacciones acumuladas)

II 2013 a I 2014	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dina- marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Insti- tuciones de la UE									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Ingresos																
<b>Cuenta corriente</b>	3.267,1	1.042,8	56,3	101,3	504,5	315,4	65,3	63,2	45,1	163,2	38,2	68,7	121,8	278,0	445,7	1.000,6
Bienes	1.948,1	622,0	36,9	59,8	276,0	249,2	0,2	33,8	24,2	123,9	27,2	43,8	83,9	126,0	227,4	635,9
Servicios	674,9	208,7	12,7	21,3	130,8	36,9	7,0	10,8	11,1	25,1	8,6	15,3	21,6	67,1	104,7	201,9
Rentas	543,6	146,9	5,7	18,1	86,3	25,5	11,3	18,2	9,1	13,5	2,2	8,5	15,3	75,8	107,0	147,1
Rentas de la inversión	513,4	139,0	4,8	18,0	84,5	24,9	6,8	18,2	9,0	13,4	2,2	8,5	15,3	59,9	105,5	142,4
Tranferencias corrientes	100,5	65,2	1,0	2,2	11,4	3,8	46,8	0,5	0,7	0,7	0,2	1,0	0,9	9,1	6,5	15,8
<b>Cuenta de capital</b>	35,3	29,3	0,0	0,0	1,9	0,2	27,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	2,6	0,4	2,7
Pagos																
<b>Cuenta corriente</b>	3.036,3	956,5	48,6	96,2	404,4	288,9	118,4	39,6	30,2	-	34,8	91,3	152,3	235,4	408,4	-
Bienes	1.775,2	510,3	31,3	52,2	198,2	228,5	0,0	25,7	14,7	198,8	25,9	43,0	137,0	108,7	152,3	559,0
Servicios	561,0	163,4	8,1	16,8	94,4	43,8	0,3	5,2	7,3	16,1	7,2	9,2	10,7	54,8	116,6	170,5
Rentas	478,4	148,6	8,0	25,3	100,5	10,5	4,3	7,5	6,3	-	0,8	38,4	3,5	62,1	132,7	-
Rentas de la inversión	464,4	141,0	7,9	25,2	98,9	4,8	4,3	7,4	6,1	-	0,6	38,2	3,3	61,7	131,6	-
Tranferencias corrientes	221,6	134,3	1,2	1,9	11,3	6,1	113,8	1,3	1,8	2,4	0,9	0,7	1,1	9,7	6,8	62,5
<b>Cuenta de capital</b>	10,4	3,6	0,0	0,0	2,8	0,4	0,4	0,2	0,4	0,1	0,1	0,0	0,7	0,5	4,8	
Neto																
<b>Cuenta corriente</b>	230,8	86,2	7,6	5,1	100,1	26,5	-53,1	23,6	14,9	-	3,3	-22,6	-30,5	42,6	37,3	-
Bienes	172,9	111,8	5,5	7,6	77,8	20,7	0,2	8,1	9,5	-74,9	1,3	0,9	-53,1	17,3	75,1	76,9
Servicios	113,9	45,3	4,6	4,5	36,4	-6,9	6,7	5,6	3,8	9,0	1,4	6,1	11,0	12,2	-11,9	31,4
Rentas	65,1	-1,7	-2,3	-7,2	-14,2	15,0	7,0	10,7	2,8	-	1,4	-29,8	11,8	13,6	-25,7	-
Rentas de la inversión	48,9	-2,1	-3,1	-7,2	-14,4	20,1	2,5	10,8	2,9	-	1,5	-29,7	11,9	-1,8	-26,0	-
Tranferencias corrientes	-121,1	-69,0	-0,2	0,3	0,2	-2,3	-67,0	-0,8	-1,2	-1,7	-0,7	0,2	-0,2	-0,6	-0,3	-46,8
<b>Cuenta de capital</b>	24,9	25,7	0,0	0,0	-0,9	-0,2	26,9	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	1,9	0,0	-2,0

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 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
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
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 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	17.128,0	18.280,8	-1.152,7	178,4	190,4	-12,0	6.396,8	4.943,7	5.556,0	8.830,8	-39,4	4.672,5	4.506,3	542,1
2014 I	17.438,1	18.615,0	-1.176,9	180,8	193,0	-12,2	6.458,4	4.857,3	5.647,3	9.109,7	-85,9	4.847,7	4.648,1	570,6
Variaciones de los saldos vivos														
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	207,6	106,5	101,1	2,2	1,1	1,1	271,2	309,5	301,3	407,1	7,4	-225,0	-610,2	-147,3
2013 IV	166,4	42,4	123,9	6,7	1,7	5,0	215,8	223,9	102,5	150,5	2,1	-109,3	-332,0	-44,7
2014 I	310,1	334,3	-24,2	13,1	14,1	-1,0	61,5	-86,4	91,3	278,9	-46,5	175,2	141,7	28,6
Transacciones														
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	533,3	280,4	252,9	5,6	2,9	2,6	360,7	328,6	250,5	360,8	-17,3	-65,0	-408,9	4,4
2013 IV	212,8	111,2	101,6	8,6	4,5	4,1	188,4	172,1	50,7	109,7	-3,4	-23,2	-170,6	0,3
2014 I	264,6	232,8	31,8	11,2	9,8	1,3	-2,7	-27,1	74,5	138,3	-0,7	190,9	121,6	2,6
II	214,3	149,9	64,4	-	-	-	32,3	32,2	151,7	131,2	-6,0	36,0	-13,5	0,3
2014 Feb	49,3	37,3	12,0	-	-	-	-19,0	-19,5	13,0	48,0	-2,5	58,3	8,8	-0,5
Mar	9,8	-17,0	26,8	-	-	-	-22,0	-36,6	44,5	28,2	2,0	-15,0	-8,5	0,3
Abr	133,9	114,8	19,1	-	-	-	15,4	-3,3	75,6	-10,8	-2,9	45,5	128,9	0,3
May	101,6	92,3	9,3	-	-	-	15,1	25,8	37,6	97,6	0,5	47,9	-31,1	0,5
Jun	-21,2	-57,1	35,9	-	-	-	1,8	9,8	38,5	44,4	-3,6	-57,4	-111,3	-0,5
Otros flujos														
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
Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio														
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
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
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
Otros flujos debidos a otros ajustes														
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
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
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 IV	3,2	1,5	-	-	-	-	5,9	7,1	4,8	4,3	-	-1,3	-8,0	0,7
2014 I	3,6	1,9	-	-	-	-	5,0	5,9	4,1	4,6	-	1,8	-6,1	1,2
II	4,3	2,6	-	-	-	-	4,4	4,6	6,4	5,2	-	2,6	-3,9	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
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
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 IV	6.396,8	4.781,7	271,6	4.510,1	1.615,1	13,1	1.602,0	4.943,7	3.527,6	108,9	3.418,7	1.416,1	12,3	1.403,8
2014 I	6.458,4	4.818,8	276,4	4.542,5	1.639,5	10,7	1.628,9	4.857,3	3.468,5	112,2	3.356,4	1.388,8	6,1	1.382,7
Transacciones														
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	360,7	325,0	6,7	318,3	35,7	0,9	34,8	328,6	314,8	7,5	307,4	13,7	1,3	12,4
2013 IV	188,4	214,6	4,0	210,6	-26,1	0,5	-26,7	172,1	189,9	2,1	187,8	-17,8	0,5	-18,3
2014 I	-2,7	-9,7	3,1	-12,7	7,0	1,0	6,0	-27,1	-24,7	2,3	-27,0	-2,3	-3,6	1,2
II	32,3	31,3	1,6	29,6	1,1	-0,5	1,6	32,2	18,4	2,4	16,0	13,8	0,3	13,5
2014 Feb	-19,0	-21,4	4,1	-25,4	2,4	0,5	1,9	-19,5	-24,3	0,6	-24,9	4,9	-0,2	5,1
Mar	-22,0	-11,3	-0,7	-10,7	-10,7	0,1	-10,8	-36,6	-24,8	0,5	-25,3	-11,9	-0,2	-11,7
Abr	15,4	7,3	1,6	5,7	8,0	-0,1	8,2	-3,3	1,7	0,6	1,0	-5,0	0,0	-5,0
May	15,1	16,3	0,7	15,5	-1,1	-0,2	-0,9	25,8	8,9	1,0	8,0	16,8	0,0	16,9
Jun	1,8	7,7	-0,7	8,4	-5,9	-0,3	-5,6	9,8	7,8	0,8	7,0	2,0	0,3	1,7
Tasas de crecimiento														
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 IV	5,9	7,2	2,4	7,5	2,2	7,5	2,2	7,1	9,9	7,0	10,0	0,9	11,5	0,9
2014 I	5,0	5,9	4,0	6,0	2,3	6,6	2,3	5,9	8,1	6,6	8,2	1,0	-25,4	1,2
II	4,4	6,4	3,6	6,6	-1,4	7,4	-1,4	4,6	6,8	8,0	6,7	-0,3	-23,5	-0,1

### G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

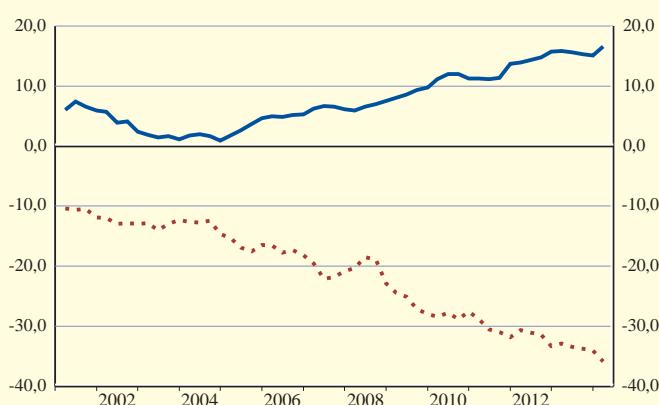
(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)

### G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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

— Posición de inversión internacional neta

— Inversiones directas neta  
- - - Inversiones de cartera neta



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

	Total	Acciones y participaciones						Valores distintos de acciones								
		Bulos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario											
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Euro-sistema	AAPP				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
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 IV	5.556,0	2.293,7	123,1	3,4	2.170,7	48,3	2.809,6	601,5	17,0	2.208,2	88,9	452,7	288,5	55,0	164,2	0,0
2014 I	5.647,3	2.362,3	111,2	3,2	2.251,1	48,4	2.814,9	634,2	19,2	2.180,7	277,9	470,1	264,2	59,8	205,9	12,8
Transacciones																
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	-38,4	-1,0	172,4	-8,4	2,4	-18,0	2,3	20,4	0,1
2013	250,5	163,7	39,8	0,5	123,8	3,6	78,6	-47,7	1,7	126,3	-7,0	8,3	13,3	14,8	-5,0	-0,7
2013 IV	50,7	39,6	5,7	0,3	33,9	-0,8	12,4	-10,3	0,6	22,7	-4,5	-1,3	5,7	2,0	-7,0	-0,1
2014 I	74,5	23,5	9,8	-0,1	33,3	-0,5	36,3	11,3	0,7	24,9	-7,3	14,8	2,8	1,3	17,6	0,5
II	151,7	58,4	-0,7	-0,1	59,0	-	64,2	8,6	0,8	55,7	-	29,1	14,0	3,1	15,1	-
2014 Feb	13,0	-3,8	-15,8	-0,1	12,0	-	7,0	-0,8	0,1	7,9	-	9,7	-0,9	-1,9	10,6	-
Mar	44,5	21,6	10,4	-0,2	11,1	-	24,8	9,0	2,2	15,8	-	-1,9	-1,6	2,4	-0,2	-
Abr	75,6	33,2	0,8	0,0	32,4	-	30,2	5,6	0,7	24,6	-	12,2	1,1	-0,6	11,2	-
May	37,6	20,5	1,9	0,0	18,6	-	3,0	-6,4	0,2	9,4	-	14,1	9,5	4,3	4,6	-
Jun	38,5	4,7	-3,4	-0,1	8,0	-	31,0	9,3	-0,1	21,7	-	2,8	3,4	-0,5	-0,7	-
Tasas de crecimiento																
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 IV	4,8	8,2	54,2	16,1	6,4	8,4	2,8	-7,2	11,3	5,9	-7,2	1,8	4,7	29,3	-3,0	-90,8
2014 I	4,1	5,8	18,5	7,3	5,3	-0,7	2,9	-2,9	8,5	4,6	-15,4	3,4	2,0	30,8	5,8	204,5
II	6,4	7,7	12,9	2,8	7,5	-	4,8	-0,6	17,1	6,4	-	9,9	9,5	7,0	10,2	-

#### 4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones						Valores distintos de acciones					
		Bulos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario								
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	AAPP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
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 IV	8.830,8	3.970,0	536,0	3.433,9	4.391,5	1.103,6	3.287,9	1.952,1	469,3	115,5	353,8	289,1	
2014 I	9.109,7	4.161,0	574,9	3.586,1	4.479,4	1.104,0	3.375,4	2.056,2	469,3	120,9	348,3	277,5	
Transacciones													
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	360,8	241,8	-21,5	263,3	77,8	-48,5	126,3	96,0	41,1	30,4	10,7	20,7	
2013 IV	109,7	63,6	-7,2	70,7	87,6	9,8	77,8	59,0	-41,5	-11,5	-30,0	-24,1	
2014 I	138,3	74,4	13,6	60,8	72,4	-1,9	74,2	70,2	-8,5	7,8	-16,3	-16,1	
II	131,2	108,8	18,5	90,4	43,2	-20,4	63,6	-	-20,8	-2,0	-18,8	-	
2014 Feb	48,0	15,7	10,9	4,8	50,8	-0,1	50,9	-	-18,5	-8,4	-10,1	-	
Mar	28,2	56,9	-7,2	64,1	-9,8	-3,4	-6,4	-	-18,9	-7,2	-11,7	-	
Abr	-10,8	24,7	5,1	19,6	-1,0	-10,9	9,9	-	-34,5	-15,7	-18,9	-	
May	97,6	28,9	10,1	18,7	64,2	8,1	56,1	-	4,6	9,3	-4,7	-	
Jun	44,4	55,3	3,3	52,0	-20,0	-17,6	-2,4	-	9,2	4,4	4,8	-	
Tasas de crecimiento													
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 IV	4,3	6,8	-3,9	8,7	1,8	-4,0	3,9	5,0	8,9	31,7	2,9	7,1	
2014 I	4,6	6,7	0,1	7,9	3,4	-3,1	5,8	7,7	-1,9	16,8	-7,6	-7,1	
II	5,2	7,6	6,7	7,7	4,4	-3,0	6,9	-	-5,9	15,2	-12,1	-	

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	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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 IV	4.672,5	17,1	15,5	1,6	2.753,7	2.722,7	31,1	157,2	4,1	109,6	27,2	1.744,5	246,3	1.267,1	564,3
2014 I	4.847,7	9,9	8,7	1,3	2.903,5	2.862,4	41,2	154,2	3,7	107,8	32,7	1.780,1	247,1	1.262,4	586,4
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	-65,0	-19,8	-19,8	0,0	-53,3	-70,2	16,9	-11,0	-1,3	-11,8	-2,3	19,1	2,7	-22,0	4,9
2013 IV	-23,2	-8,3	-8,3	0,0	-13,0	-8,3	-4,8	5,6	-0,9	5,8	4,2	-7,5	0,8	-11,0	-11,8
2014 I	190,9	-6,7	-6,7	0,0	140,1	131,7	8,4	0,3	-0,3	5,1	5,5	57,2	0,8	28,8	49,7
II	36,0	-1,5	-	-	49,3	-	-	0,0	-	-	1,2	-11,8	-	-	11,6
2014 Feb	58,3	0,1	-	-	31,5	-	-	1,5	-	-	4,3	25,3	-	-	18,7
Mar	-15,0	-3,5	-	-	-21,7	-	-	0,9	-	-	1,3	9,3	-	-	10,5
Abr	45,5	5,6	-	-	48,8	-	-	-2,1	-	-	-1,6	-6,9	-	-	-4,8
May	47,9	-5,1	-	-	36,9	-	-	1,5	-	-	1,8	14,7	-	-	21,1
Jun	-57,4	-2,1	-	-	-36,3	-	-	0,5	-	-	1,0	-19,5	-	-	-4,7
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 IV	-1,3	-49,5	-50,4	3,2	-1,8	-2,5	24,0	-6,5	-24,0	-9,7	-7,9	1,1	1,1	-1,7	0,6
2014 I	1,8	-63,0	-66,0	3,3	2,6	1,8	52,9	-0,3	-26,0	4,3	34,4	1,8	0,2	-0,6	5,3
II	2,6	-53,8	-	-	4,0	-	-	2,8	-	-	40,5	0,9	-	-	6,2

#### 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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 IV	4.506,3	340,7	340,1	0,6	2.531,3	2.512,9	18,4	223,5	0,2	215,7	7,7	1.410,8	230,7	939,7	240,4
2014 I	4.648,1	311,6	309,6	2,0	2.615,1	2.589,5	25,6	223,1	0,2	216,0	6,9	1.498,2	229,8	960,3	308,2
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	-408,9	-78,8	-78,4	-0,4	-320,6	-322,6	2,0	-3,8	0,0	-3,4	-0,5	-5,7	5,0	-6,4	-4,3
2013 IV	-170,6	-17,6	-16,6	-1,0	-125,5	-123,5	-2,0	-8,4	0,0	-8,2	-0,2	-19,1	2,1	-9,1	-12,1
2014 I	121,6	-30,2	-30,3	0,1	73,7	66,0	7,7	2,1	0,0	2,2	-0,1	76,0	-1,6	29,4	48,2
II	-13,5	-18,2	-	-	-21,7	-	-	1,1	-	-	-	25,4	-	-	-
2014 Feb	8,8	-12,2	-	-	-18,2	-	-	1,2	-	-	-	38,0	-	-	-
Mar	-8,5	-11,4	-	-	-16,8	-	-	0,0	-	-	-	19,6	-	-	-
Abr	128,9	1,8	-	-	93,7	-	-	-0,3	-	-	-	33,8	-	-	-
May	-31,1	-0,5	-	-	-28,0	-	-	-2,0	-	-	-	-0,6	-	-	-
Jun	-111,3	-19,5	-	-	-87,3	-	-	3,4	-	-	-	-7,8	-	-	-
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 IV	-8,0	-18,5	-18,5	-	-10,8	-11,2	3,0	-1,7	-	-1,6	-6,1	-0,3	2,2	-0,6	-0,8
2014 I	-6,1	-20,2	-20,2	-	-8,2	-8,9	47,2	-0,5	-	-0,8	10,4	0,7	0,2	-0,9	6,9
II	-3,9	-20,6	-	-	-6,1	-	-	0,0	-	-	3,9	-	-	-	-

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>

Total	Activos de reserva														Pro memoria					
	Oro monetario		Tenen- cias 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. Predetermi- nados	Asig- nación de DEG		
	En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total			Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros							
					6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17				
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																				
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 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 I	569,9	324,9	346,790	49,7	28,0	166,3	6,5	7,7	152,0	0,3	139,6	12,1	0,1	1,0	22,9	-31,4	52,8			
2014 Jun	583,0	333,8	346,721	50,8	28,1	168,0	4,9	8,5	154,7	0,3	139,6	14,8	-0,1	2,3	23,0	-28,7	53,4			
Jul	585,1	333,1	346,722	51,4	28,4	169,8	4,6	13,0	152,4	0,3	136,5	15,6	-0,2	2,4	25,4	-32,4	53,9			
Transacciones																				
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 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	2,6	0,0	-	-0,2	-0,7	3,5	-0,4	2,0	2,1	0,1	1,5	0,5	-0,3	0,0	-	-	-			
II	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
Tasas de crecimiento																				
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 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	1,2	0,0	-	-0,5	-8,8	5,9	18,4	-13,6	7,3	40,2	14,1	-35,5	-	-	-	-	-			
II	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							
							1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																	
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 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	11.608,3	4.008,4	469,3	4.391,5	230,9	267,1	2.241,1	2.464,7	340,7	3.750,4	2.811,3						
2014 I	11.826,0	4.075,5	469,3	4.479,4	229,9	342,6	2.229,3	2.556,8	311,6	3.840,0	2.888,3						
Saldos vivos en porcentaje del PIB																	
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 III	125,2	44,4	5,4	45,5	2,4	3,8	23,8	25,8	3,8	41,7	30,2						
IV	120,8	41,7	4,9	45,7	2,4	2,8	23,3	25,7	3,5	39,0	29,3						
2014 I	122,5	42,2	4,9	46,4	2,4	3,5	23,1	26,5	3,2	39,8	29,9						

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>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>II 2013 a I 2014</b>																
Transacciones acumuladas																
<b>Inversiones directas</b>	31,4	132,3	1,9	-8,3	139,3	-0,5	0,0	11,7	2,6	-23,4	25,6	-201,3	48,7	-0,3	35,5	
En el exterior	305,8	83,9	2,4	-3,0	79,0	5,5	0,0	18,6	7,4	-17,2	35,2	65,0	31,2	-0,3	82,0	
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	268,9	87,4	1,8	-0,1	78,6	7,2	0,0	18,0	6,4	-17,0	8,5	90,3	25,6	0,0	49,5	
Otro capital	36,8	-3,6	0,6	-2,9	0,4	-1,7	0,0	0,6	0,9	-0,2	26,7	-25,3	5,5	-0,3	32,5	
En la zona del euro	274,4	-48,5	0,6	5,3	-60,3	6,0	0,0	7,0	4,8	6,2	9,6	266,3	-17,5	0,0	46,5	
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	260,0	-39,3	0,4	-0,1	-42,3	2,6	0,0	5,0	3,9	6,6	4,7	229,9	22,7	0,0	26,5	
Otro capital	14,4	-9,2	0,1	5,3	-18,0	3,4	0,0	2,0	0,9	-0,4	4,9	36,4	-40,2	0,1	20,0	
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	218,7	67,5	-4,3	7,6	42,7	3,8	17,6	12,9	4,3	33,3	10,7	38,2	-7,8	2,3	57,2	
Acc. y participaciones	123,2	34,3	2,3	5,0	26,3	0,5	0,2	6,3	2,1	18,2	5,6	51,8	-4,6	0,0	9,5	
Valores distintos de acciones	95,5	33,2	-6,7	2,6	16,5	3,4	17,4	6,6	2,2	15,2	5,1	-13,6	-3,2	2,3	47,7	
Bonos y obligaciones	80,0	34,6	-5,5	6,6	13,4	1,9	18,2	10,4	1,4	0,7	4,6	-4,1	-12,5	3,0	41,9	
Instrum. mercado monetario	15,5	-1,4	-1,2	-4,0	3,1	1,5	-0,8	-3,8	0,8	14,5	0,5	-9,5	9,3	-0,7	5,8	
<b>Otras inversiones</b>	404,6	114,6	13,3	3,2	94,5	-7,2	10,8	0,9	-0,6	47,8	54,8	103,8	40,5	4,0	38,7	
Activos	83,7	-104,9	-1,8	8,5	-105,3	-6,9	0,6	-0,8	6,3	43,7	21,1	97,0	23,8	5,9	-8,5	
AAPP	-0,6	4,6	-0,4	-1,5	7,4	-0,4	-0,4	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,4	-0,6	0,2	-4,3	
IFM	52,7	-116,0	-4,8	8,7	-113,5	-7,4	0,9	3,8	4,9	37,8	15,0	62,6	65,6	5,2	-26,2	
Otros sectores	31,5	6,5	3,4	1,3	0,8	0,9	0,1	-4,5	1,5	5,6	6,2	34,8	-41,1	0,5	22,0	
Pasivos	-320,9	-219,5	-15,1	5,3	-199,8	0,4	-10,2	-1,7	6,9	-4,1	-33,7	-6,8	-16,7	1,9	-47,2	
AAPP	-1,1	0,9	0,1	0,3	-0,6	0,0	1,0	-0,2	0,0	0,0	0,4	-5,5	-0,2	1,1	2,5	
IFM	-326,1	-192,8	-14,2	5,8	-171,0	0,4	-13,7	-2,3	3,5	-4,8	-35,8	-8,8	-20,2	0,0	-64,9	
Otros sectores	6,2	-27,5	-1,0	-0,8	-28,3	0,0	2,5	0,9	3,4	0,6	1,7	7,5	3,7	0,7	15,2	

Fuente: BCE.

## 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos<sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones)

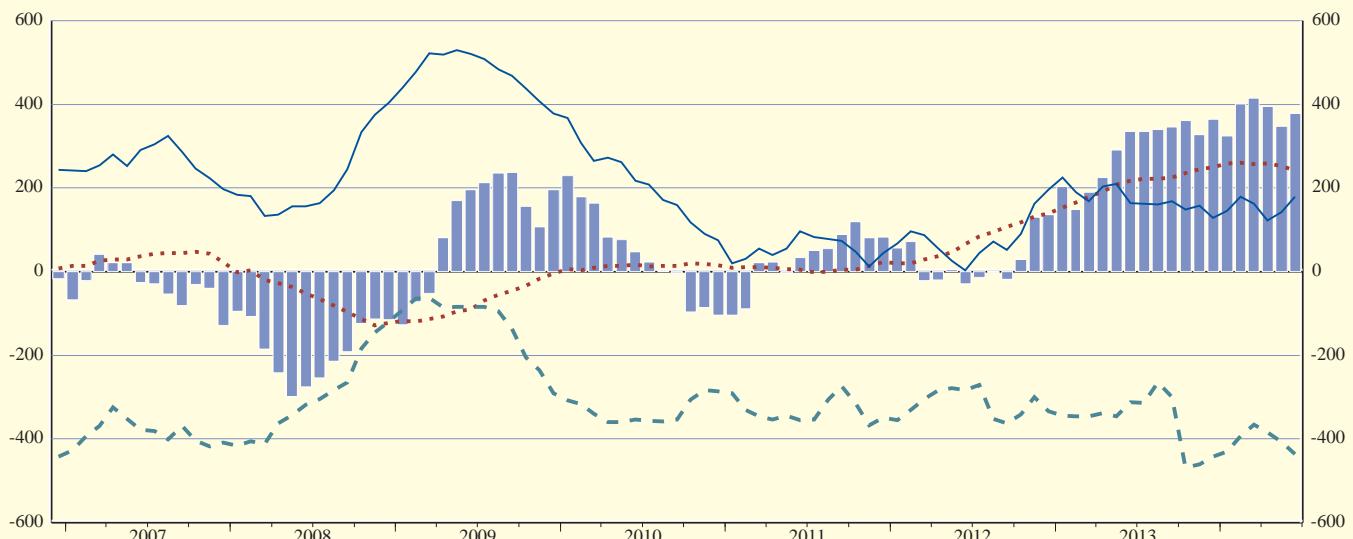
Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	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	364,6	250,0	-353,1	319,4	-123,8	-121,4	264,2	128,5	-8,3	-9,4	17,2	1,2			
2013 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	134,3	96,9	-183,9	169,4	-33,9	-15,7	70,8	48,4	2,0	-27,5	3,2	4,7			
2014 I	76,9	37,1	6,8	-25,8	-33,3	-42,6	60,8	57,9	-57,5	78,1	0,7	-5,3			
II	112,3	51,6	-31,2	29,6	-59,0	-70,8	90,4	44,8	11,8	26,4	6,0	12,8			
2013 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	21,3	29,4	-157,3	174,9	-13,7	-5,7	8,3	-1,0	-0,4	-6,3	3,4	-10,3			
Nov	33,7	32,6	-28,2	4,6	-3,9	-11,5	19,6	52,1	-27,7	-3,0	-1,4	0,5			
Dic	79,3	35,0	1,6	-10,1	-16,3	1,5	42,8	-2,8	30,1	-18,2	1,2	14,4			
2014 Ene	-7,1	3,7	-38,2	31,0	-10,2	-8,6	-8,0	35,2	-20,6	19,2	0,2	-10,7			
Feb	45,9	11,9	23,5	-19,8	-12,0	-18,4	4,8	40,8	-26,7	39,3	2,5	0,1			
Mar	38,2	21,5	21,5	-37,0	-11,1	-15,6	64,1	-18,1	-10,1	19,6	-2,0	5,3			
Abr	-10,8	20,0	-13,9	-4,0	-32,4	-35,7	19,6	-9,0	9,0	33,5	2,9	-0,9			
May	37,9	9,5	-14,6	24,9	-18,6	-14,0	18,7	51,4	-16,1	-2,6	-0,5	-0,1			
Jun	85,3	22,2	-2,7	8,7	-8,0	-21,0	52,0	2,3	19,0	-4,4	3,6	13,7			
	transacciones acumuladas de 12 meses														
2014 Jun	377,3	242,0	-257,6	209,1	-155,7	-156,7	254,7	179,1	-20,7	54,0	17,5	11,7			

## 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)

- Total de operaciones exteriores netas de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- - - Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones de instituciones distintas de IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones de instituciones distintas de IFM



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.

## 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)

Exportaciones	Importaciones	Exportaciones (FOB)						Importaciones (CIF)					
		Total			Pro memoria:			Total			Pro memoria:		
		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo
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	1,8	1.880,6	934,3	386,5	516,7	1.524,0	1.794,0	1.152,0	243,4	372,9	1.090,1	360,8
2013	1,0	-3,1	1.896,9	932,7	385,1	532,5	1.537,9	1.738,8	1.098,2	236,3	373,9	1.077,5	336,9
2013 III	0,2	-1,8	472,3	231,7	95,2	133,7	383,6	436,4	275,3	60,2	94,3	270,7	84,2
IV	1,1	-2,2	474,3	231,8	96,4	133,9	386,8	430,9	268,5	58,0	95,7	271,3	81,3
2014 I	1,2	0,2	479,3	235,0	95,3	136,6	389,6	436,2	272,0	60,4	95,4	276,8	79,8
II	0,6	0,0	479,9	.	.	394,3	436,1	.	.	.	.	278,4	.
2014 Ene	1,2	-2,6	158,7	78,8	31,5	45,7	128,3	145,3	91,7	19,9	31,4	91,6	27,3
Feb	3,3	0,2	160,7	79,1	31,9	45,9	131,6	145,8	90,3	20,3	32,0	93,1	25,8
Mar	-0,7	3,0	160,0	77,0	31,8	44,9	129,8	145,0	90,0	20,2	31,9	92,2	26,6
Abr	-1,5	-2,3	159,5	78,8	31,7	45,7	130,7	144,6	89,6	19,8	32,5	93,5	26,4
May	0,4	-0,1	160,6	77,7	32,6	45,9	132,8	145,4	90,7	19,5	32,6	92,0	27,4
Jun	2,9	2,5	159,9	.	.	130,7	146,1	.	.	.	.	92,9	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2012	3,5	-3,2	111,9	110,2	117,1	111,7	112,0	99,6	100,8	98,0	96,8	98,9	99,6
2013	1,7	-0,5	113,5	111,6	115,7	114,9	113,1	99,1	100,1	95,3	97,2	98,6	98,3
2013 II	2,0	-1,1	113,4	111,0	116,3	114,1	112,9	98,9	100,9	93,8	95,5	97,5	100,9
III	2,2	1,8	113,4	111,7	114,3	115,6	113,2	99,4	100,3	97,4	98,0	99,2	97,9
IV	2,1	1,4	113,6	111,7	115,7	114,6	113,4	99,6	99,8	95,3	99,3	99,9	96,2
2014 I	1,5	2,0	114,8	113,3	114,6	117,0	114,2	100,1	100,3	97,6	99,0	101,7	95,6
2013 Dic	5,2	4,9	112,7	110,0	113,4	113,2	112,8	98,7	99,1	92,8	98,8	98,9	94,5
2014 Ene	1,1	-0,9	113,8	113,9	113,7	117,1	112,5	100,3	101,3	98,3	97,8	101,1	98,3
Feb	3,6	2,0	115,6	114,3	115,5	118,6	115,9	100,2	99,8	97,9	99,7	102,6	92,0
Mar	-0,2	5,0	115,1	111,6	114,6	115,4	114,2	99,8	99,8	96,5	99,5	101,3	96,6
Abr	-0,8	1,1	115,0	114,8	113,9	118,3	115,5	101,5	101,8	96,9	101,6	103,8	97,3
May	0,4	1,6	115,4	112,6	116,3	118,4	116,8	101,8	103,0	95,2	101,4	102,0	99,7

### 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				Manufacturas	Total (índice: 2010 = 100)	Total				Manufacturas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
% 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 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	-0,1	-9,3	-1,3	106,0	-3,6	-3,0	-2,3	-0,4	-7,3	-2,2
II	104,2	-0,8	-1,3	-0,3	0,0	-1,7	-0,7	105,4	-2,3	-2,8	-2,7	-0,6	-2,3	-2,0
2014 Ene	104,1	-1,4	-1,6	-0,2	-0,1	-8,0	-1,1	106,4	-3,0	-2,7	-1,9	-0,3	-6,0	-1,9
Feb	104,2	-1,5	-1,6	0,0	0,1	-11,1	-1,2	106,3	-3,4	-2,6	-1,8	-0,1	-7,8	-1,9
Mar	103,9	-1,8	-2,2	-0,6	-0,3	-8,9	-1,5	105,3	-4,2	-3,6	-3,0	-0,9	-8,2	-2,8
Abr	104,0	-1,3	-1,8	-0,6	-0,2	-3,6	-1,1	105,0	-3,3	-3,4	-3,7	-0,8	-4,1	-2,7
May	104,2	-0,9	-1,2	-0,3	-0,1	-2,2	-0,8	105,4	-2,3	-2,9	-2,4	-0,6	-2,0	-1,9
Jun	104,6	-0,1	-0,8	0,1	0,3	0,6	-0,1	105,9	-1,4	-2,0	-1,9	-0,3	-0,7	-1,3

Fuente: Eurostat.

- 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.
- 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 a 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 deflactores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflactores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 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
Exportaciones (fob)															
2012	1.880,6	34,2	59,5	230,0	249,3	92,2	116,4	59,5	223,7	440,6	120,7	44,6	126,5	97,4	151,3
2013	1.896,9	35,3	59,5	239,2	255,3	88,7	110,7	60,4	221,5	443,9	122,1	43,9	130,4	97,8	154,2
2013 I	475,2	8,8	14,6	58,2	62,8	23,5	28,1	15,5	55,5	110,8	29,6	11,0	34,5	24,7	38,2
II	475,1	8,8	14,7	59,2	63,0	22,8	27,4	15,6	55,1	110,4	30,0	10,8	33,1	24,9	40,1
III	472,3	8,9	15,0	59,8	64,3	21,7	27,8	14,7	55,4	110,2	31,2	11,1	31,7	24,7	38,1
IV	474,3	8,8	15,2	62,0	65,2	20,7	27,5	14,6	55,5	112,5	31,4	11,0	31,0	23,5	37,8
2014 I	479,3	8,9	15,0	63,3	67,6	20,2	26,9	14,6	58,0	112,2	32,0	11,0	33,1	23,5	36,0
II	479,9	.	.	.	.	19,5	27,4	14,0	59,3	113,6	32,3	10,6	32,6	22,7	.
2014 Ene	158,7	3,1	5,1	20,8	22,8	6,9	9,4	5,0	18,7	37,2	10,8	3,9	10,6	7,8	11,3
Feb	160,7	3,0	5,0	21,7	22,7	6,7	8,9	4,9	19,5	37,8	10,8	3,7	11,6	8,1	10,8
Mar	160,0	2,9	4,9	20,8	22,2	6,6	8,6	4,8	19,7	37,2	10,5	3,5	10,8	7,6	14,0
Abr	159,5	3,0	4,9	20,9	22,7	6,8	9,1	4,7	19,5	38,0	10,6	3,6	10,7	7,5	11,6
May	160,6	3,0	5,0	21,3	22,2	6,5	9,0	4,7	20,3	38,1	10,8	3,4	11,1	7,6	11,7
Jun	159,9	.	.	.	.	6,2	9,3	4,6	19,5	37,4	10,8	3,5	10,8	7,6	.
Porcentaje del total de exportaciones															
2013	100,0	1,9	3,1	12,6	13,5	4,7	5,8	3,2	11,7	23,4	6,4	2,3	6,9	5,2	8,1
Importaciones (cif)															
2012	1.794,0	29,0	53,1	167,4	232,7	144,8	82,3	34,5	151,2	540,6	214,3	49,2	157,5	89,8	111,1
2013	1.738,8	30,1	53,7	164,2	239,8	144,9	81,8	35,8	149,2	510,0	204,3	43,6	141,3	80,3	107,8
2013 I	437,5	7,6	13,3	41,8	58,8	37,4	20,0	8,9	35,5	127,1	52,1	11,1	37,9	20,5	28,7
II	434,0	7,4	13,5	41,1	59,0	35,6	20,6	8,8	37,3	128,0	50,5	11,0	36,2	20,0	26,6
III	436,4	7,8	13,7	40,8	60,7	36,5	20,7	8,9	38,1	127,8	50,6	10,7	34,6	20,1	26,6
IV	430,9	7,4	13,3	40,5	61,3	35,3	20,4	9,2	38,3	127,1	51,0	10,9	32,6	19,7	25,8
2014 I	436,2	7,6	13,4	40,4	62,5	34,9	21,1	9,2	37,0	130,1	53,6	10,6	32,7	19,4	27,7
II	436,1	.	.	.	.	34,5	21,5	9,4	37,4	128,7	53,0	10,2	32,6	19,8	.
2014 Ene	145,3	2,6	4,6	13,3	20,8	11,8	6,7	3,1	12,4	43,1	17,4	3,6	11,2	6,5	9,1
Feb	145,8	2,6	4,4	13,4	21,0	11,6	7,1	3,0	12,5	42,8	17,9	3,5	10,8	6,3	10,2
Mar	145,0	2,4	4,4	13,7	20,7	11,5	7,2	3,1	12,1	44,2	18,3	3,5	10,7	6,6	8,4
Abr	144,6	2,6	4,4	13,7	21,4	11,7	7,1	3,1	12,4	42,0	17,4	3,4	10,6	6,6	9,1
May	145,4	2,5	4,3	13,5	21,0	11,6	7,3	3,1	12,3	44,0	17,5	3,4	11,3	6,4	8,1
Jun	146,1	.	.	.	.	11,3	7,1	3,2	12,7	42,8	18,1	3,4	10,8	6,8	.
Porcentaje del total de importaciones															
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
Saldo															
2012	86,6	5,2	6,4	62,6	16,7	-52,6	34,1	25,0	72,5	-100,0	-93,6	-4,6	-31,1	7,6	40,2
2013	158,1	5,2	5,8	75,0	15,5	-56,2	29,0	24,5	72,3	-66,1	-82,2	0,3	-10,9	17,5	46,5
2013 I	37,8	1,2	1,4	16,4	4,0	-13,9	8,0	6,5	20,0	-16,3	-22,6	0,0	-3,5	4,3	9,6
II	41,1	1,4	1,2	18,1	4,0	-12,8	6,9	6,8	17,8	-17,6	-20,5	-0,2	-3,1	4,9	13,5
III	35,9	1,1	1,3	19,0	3,6	-14,9	7,0	5,8	17,3	-17,6	-19,5	0,5	-2,9	4,6	11,4
IV	43,4	1,5	1,9	21,5	3,9	-14,7	7,0	5,4	17,2	-14,7	-19,7	0,1	-1,5	3,8	12,0
2014 I	43,2	1,4	1,6	22,8	5,1	-14,7	5,8	5,4	21,0	-18,0	-21,6	0,4	0,4	4,1	8,3
II	43,8	.	.	.	.	-15,0	5,9	4,6	21,8	-15,1	-20,8	0,4	0,0	2,9	.
2014 Ene	13,4	0,5	0,5	7,5	2,0	-4,9	2,6	1,9	6,4	-6,0	-6,6	0,3	-0,5	1,3	2,1
Feb	14,9	0,4	0,6	8,2	1,7	-4,8	1,8	1,9	7,0	-5,1	-7,1	0,2	0,9	1,8	0,5
Mar	14,9	0,5	0,5	7,1	1,4	-5,0	1,4	1,7	7,6	-6,9	-7,8	-0,1	0,1	1,0	5,6
Abr	14,8	0,4	0,5	7,2	1,4	-4,9	2,0	1,6	7,1	-3,9	-6,8	0,2	0,1	0,9	2,5
May	15,2	0,5	0,7	7,8	1,2	-5,0	1,8	1,6	8,0	-5,9	-6,7	0,0	-0,2	1,2	3,6
Jun	13,8	.	.	.	.	-5,1	2,2	1,5	6,7	-5,3	-7,3	0,1	0,1	0,8	.

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	97,2	95,0	106,2	96,8	112,2	97,7
2012	97,9	95,6	92,9	89,8	101,1	91,6	107,1	92,9
2013	101,7	98,9	96,4	93,4	103,6	93,8	112,0	96,2
2013 II	100,8	98,3	95,7	93,1	104,3	94,5	110,6	95,0
III	101,9	99,2	96,6	93,5	104,9	95,2	112,9	96,8
IV	103,1	100,0	97,5	94,3	100,1	91,0	114,7	97,8
2014 I	103,9	100,7	97,9	95,5	102,4	93,3	116,6	99,1
II	103,8	100,1	97,8	-	-	-	116,0	97,9
2013 Ago	102,2	99,5	96,8	-	-	-	113,4	97,3
Sep	102,0	99,1	96,6	-	-	-	113,3	97,0
Oct	102,8	99,8	97,3	-	-	-	114,2	97,4
Nov	102,6	99,5	97,1	-	-	-	114,2	97,3
Dic	103,9	100,7	98,2	-	-	-	115,8	98,6
2014 Ene	103,4	100,3	97,5	-	-	-	115,9	98,6
Feb	103,6	100,4	97,6	-	-	-	116,3	98,9
Mar	104,6	101,3	98,5	-	-	-	117,5	99,6
Abr	104,5	101,0	98,5	-	-	-	117,0	98,9
May	103,8	100,1	97,9	-	-	-	116,1	97,8
Jun	103,0	99,2	97,1	-	-	-	115,1	96,9
Jul	102,6	98,7	96,8	-	-	-	114,6	96,2
Ago	101,9	98,0	96,1	-	-	-	114,0	95,6
Tasa de variación respecto al mes anterior								
2014 Ago	-0,7	-0,7	-0,7	-	-	-	-0,5	-0,7
Tasa de variación respecto al año anterior								
2014 Ago	-0,3	-1,5	-0,7	-	-	-	0,5	-1,8

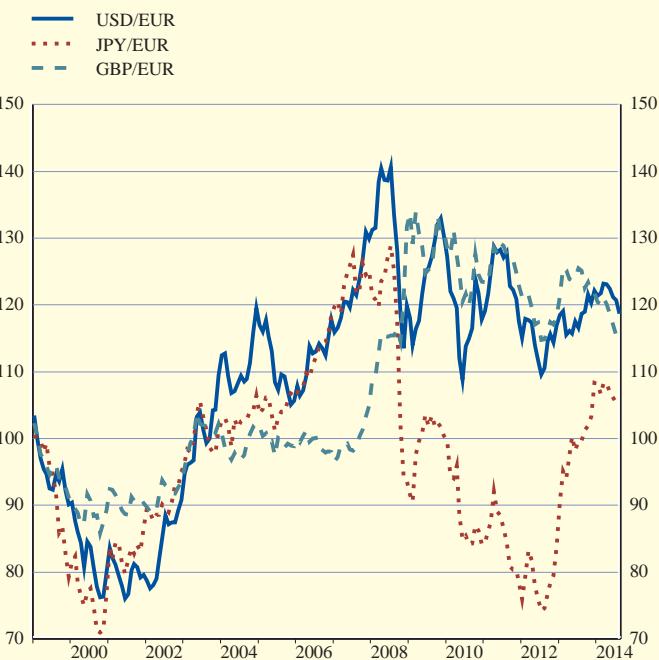
### G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)



### G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)



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 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
II	1,9558	27,446	7,4628	7,5992	3,4528	305,91	4,1665	4,4256	9,0517	0,81471	2,8972
2014 Feb	1,9558	27,444	7,4622	7,6574	3,4528	310,20	4,1741	4,4918	8,8721	0,82510	3,0184
Mar	1,9558	27,395	7,4638	7,6576	3,4528	311,49	4,1987	4,4933	8,8666	0,83170	3,0629
Abr	1,9558	27,450	7,4656	7,6267	3,4528	307,37	4,1853	4,4620	9,0329	0,82520	2,9393
May	1,9558	27,437	7,4641	7,5952	3,4528	304,58	4,1800	4,4237	9,0298	0,81535	2,8736
Jun	1,9558	27,450	7,4588	7,5770	3,4528	305,87	4,1352	4,3930	9,0914	0,80409	2,8808
Jul	1,9558	27,458	7,4564	7,6146	3,4528	309,81	4,1444	4,4098	9,2327	0,79310	2,8699
Ago	1,9558	27,816	7,4551	7,6326	3,4528	313,91	4,1919	4,4252	9,1878	0,79730	2,8784
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2014 Ago		0,0	1,3	0,0	0,2	0,0	1,3	1,1	0,4	-0,5	0,5
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2014 Ago		0,0	7,7	0,0	1,3	0,0	4,8	-0,9	-0,3	5,6	-7,2
	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Rupia india <sup>1)</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 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	
II	1,4699	3,0583	1,4950	8,5438	10,6297	81,9776	15,935,34	4,7517	140,00	4,4352	
2014 Feb	1,5222	3,2581	1,5094	8,3062	10,6012	84,9503	16,270,18	4,8043	139,35	4,5194	
Mar	1,5217	3,2187	1,5352	8,5332	10,7283	84,2990	15,785,89	4,8087	141,48	4,5361	
Abr	1,4831	3,0864	1,5181	8,5984	10,7107	83,3624	15,801,66	4,8010	141,62	4,4989	
May	1,4755	3,0512	1,4951	8,5658	10,6456	81,4318	15,830,12	4,7600	139,74	4,4337	
Jun	1,4517	3,0388	1,4728	8,4698	10,5365	81,2046	16,167,87	4,6966	138,72	4,3760	
Jul	1,4420	3,0109	1,4524	8,3940	10,4935	81,3058	15,789,65	4,6325	137,72	4,3100	
Ago	1,4306	3,0219	1,4548	8,1965	10,3207	81,0709	15,603,10	4,6569	137,11	4,2310	
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2014 Ago		-0,8	0,4	0,2	-2,4	-1,6	-0,3	-1,2	0,5	-0,4	-1,8
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2014 Ago		-3,0	-3,1	5,0	0,6	0,0	-3,4	10,1	-2,2	5,2	-3,0
	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 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
II	17,8171	1,5923	8,2049	60,464	47,9415	1,7178	14,4616	1,410,80	1,2192	44,510	1,3711
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
Mar	18,2447	1,6199	8,2906	61,901	49,9477	1,7513	14,8613	1,479,99	1,2177	44,765	1,3823
Abr	18,0485	1,6049	8,2506	61,646	49,2978	1,7345	14,5815	1,441,28	1,2189	44,657	1,3813
May	17,7620	1,5957	8,1513	60,258	47,8403	1,7189	14,2995	1,407,13	1,2204	44,686	1,3732
Jun	17,6516	1,5769	8,2149	59,543	46,7509	1,7008	14,5094	1,385,45	1,2181	44,195	1,3592
Jul	17,5834	1,5578	8,3880	58,844	46,9984	1,6825	14,4366	1,382,29	1,2150	43,470	1,3539
Ago	17,5051	1,5783	8,2522	58,320	48,1781	1,6622	14,2052	1,364,17	1,2118	42,644	1,3316
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2014 Ago		-0,4	1,3	-1,6	-0,9	2,5	-1,2	-1,6	-1,3	-0,3	-1,9
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2014 Ago		1,8	-6,2	4,0	-0,3	9,6	-1,9	5,9	-8,2	-1,8	1,4
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
IAPC										
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
2014 I	-1,8	0,3	0,4	0,1	0,3	0,4	0,6	1,3	0,0	1,8
II	-1,6	0,2	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,3	1,7
2014 May	-1,8	0,5	0,3	0,4	0,1	0,0	0,3	1,3	0,1	1,5
Jun	-1,8	0,0	0,4	0,5	0,3	-0,1	0,3	0,9	0,5	1,9
Jul	-1,1	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0	1,5	0,4	1,6
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB										
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
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB										
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
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período										
2014 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
May	3,18	1,73	1,47	4,31	2,98	5,01	3,80	4,72	1,88	2,27
Jun	3,11	1,55	1,38	3,94	2,92	4,50	3,54	4,48	1,80	2,35
Jul	3,38	1,49	1,24	3,72	2,90	4,33	3,34	4,16	1,60	2,31
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período										
2014 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
May	0,83	0,37	0,35	0,87	0,41	2,55	2,72	2,62	0,92	0,53
Jun	0,81	0,35	0,36	0,89	0,38	2,50	2,69	2,24	0,85	0,54
Jul	0,76	0,35	0,38	0,87	0,35	2,29	2,68	1,97	0,52	0,56
PIB real										
2012	0,6	-1,0	-0,4	-2,2	3,7	-1,7	2,0	0,5	0,9	0,3
2013	0,9	-0,9	0,4	-0,9	3,3	1,1	1,6	3,5	1,6	1,7
2013 IV	1,2	1,1	0,7	-0,6	3,4	2,9	2,5	5,0	3,0	2,7
2014 I	1,2	2,9	1,3	-0,6	3,1	3,2	3,5	3,7	1,8	3,0
II	1,6	2,7	0,0	.	3,1	.	3,3	1,5	1,9	3,1
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB										
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	7,1	1,3	3,7	6,8	1,0	1,2	6,2	-4,2
2013 IV	-2,7	1,1	8,6	-6,7	3,8	8,5	1,1	0,5	5,2	-5,3
2014 I	1,6	9,9	3,9	-16,0	2,6	7,0	0,8	5,2	6,8	-3,4
II	4,6	-0,3	5,1	.	8,1	.	4,6	-0,4	4,7	.
Deuda externa bruta en porcentaje del PIB										
2012	94,6	62,0	181,8	102,7	75,4	129,6	71,0	75,3	191,2	390,6
2013	93,5	71,0	176,8	105,3	67,1	120,3	70,2	68,6	196,9	357,1
2013 III	93,9	64,6	174,4	103,0	69,5	122,9	72,8	71,9	197,4	365,3
IV	93,5	71,0	176,8	105,3	67,1	120,3	70,2	68,6	196,9	357,1
2014 I	95,2	70,1	172,2	107,5	70,5	123,1	69,4	65,4	202,8	353,2
Costes laborales unitarios										
2012	4,4	3,3	1,5	-0,2	1,9	2,5	1,5	4,5	2,9	2,6
2013	5,2	-0,1	1,1	1,4	3,8	3,9	0,1	2,5	0,8	1,3
2013 IV	1,9	-2,7	0,9	1,8	2,7	3,3	-3,7	0,9	-0,8	0,9
2014 I	1,4	1,0	0,5	5,5	5,5	3,0	-3,2	1,3	1,1	2,1
II	0,8	.	1,7	.	.	.	.	.	2,8	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)										
2012	12,3	7,0	7,5	16,1	13,4	10,9	10,1	7,1	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,3	11,8	10,2	10,3	7,3	8,0	7,5
2014 I	12,2	6,6	6,8	17,4	11,6	8,0	9,8	7,2	8,1	6,7
II	11,8	6,2	6,4	16,6	11,4	8,1	9,2	7,2	8,0	.
2014 May	11,8	6,2	6,4	16,6	11,4	8,1	9,2	7,3	7,8	6,4
Jun	11,6	6,0	6,5	16,3	11,4	8,1	9,1	7,1	8,0	.
Jul	11,5	6,0	6,6	16,2	11,5	.	9,0	7,0	7,7	.

Fuentes: BCE, Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

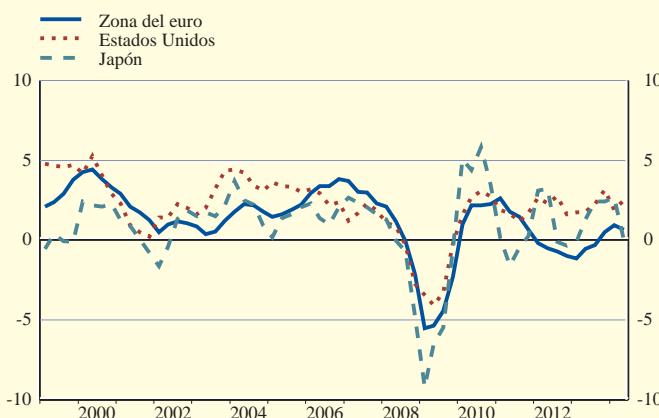
## 9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(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	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	-1,3	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,1	1,6	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,7	2,3	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,0	86,5
2013	1,5	0,3	2,2	2,9	7,4	6,7	0,27	3,27	1,3281	-5,7	87,8
2013 II	1,4	1,6	1,8	2,7	7,5	7,1	0,28	2,82	1,3062	-5,2	87,0
III	1,6	1,2	2,3	2,7	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	-6,3	86,6
IV	1,2	-2,0	3,1	3,2	7,0	6,1	0,24	3,27	1,3610	-4,9	87,8
2014 I	1,4	2,6	1,9	2,3	6,7	6,0	0,24	2,97	1,3696	-5,0	88,6
II	2,1	1,8	2,5	3,7	6,2	6,6	0,23	2,74	1,3711	-5,1	.
2014 Abr	2,0	-	-	3,6	6,3	6,3	0,23	2,87	1,3813	-	-
May	2,1	-	-	3,8	6,3	6,7	0,23	2,69	1,3732	-	-
Jun	2,1	-	-	3,7	6,1	6,7	0,23	2,74	1,3592	-	-
Jul	2,0	-	-	5,3	6,2	6,7	0,23	2,80	1,3539	-	-
Ago	.	-	-	.	.	.	0,23	2,58	1,3316	-	-
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	1,5	0,6	4,3	2,5	0,19	0,84	102,49	-8,7	211,0
2013	0,4	-0,8	1,5	-0,8	4,0	3,6	0,15	0,95	129,66	.	.
2013 II	-0,3	-0,5	1,3	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
III	0,9	-1,9	2,4	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
IV	1,4	-1,0	2,4	5,9	3,9	4,3	0,14	0,95	136,48	.	.
2014 I	1,5	-2,3	2,7	8,3	3,6	3,9	0,14	0,84	140,80	.	.
II	3,6	.	0,0	2,6	3,6	3,2	0,13	0,72	140,00	.	.
2014 Abr	3,4	-	-	3,8	3,6	3,5	0,14	0,81	141,62	-	-
May	3,7	-	-	1,0	3,5	3,3	0,14	0,75	139,74	-	-
Jun	3,6	-	-	3,1	3,7	3,0	0,13	0,72	138,72	-	-
Jul	3,4	-	-	-0,9	.	3,0	0,13	0,67	137,72	-	-
Ago	.	-	-	.	.	.	0,13	0,62	137,11	-	-

## 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) Dados 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	\$12
G2	Contrapartidas	\$12
G3	Componentes de los agregados monetarios	\$13
G4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	\$13
G5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	\$14
G6	Préstamos a hogares	\$14
G7	Préstamos a las AAPP	\$16
G8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	\$16
G9	Depósitos de empresas de seguros y fondos de pensiones	\$17
G10	Depósitos de otros intermediarios financieros	\$17
G11	Depósitos de sociedades no financieras	\$18
G12	Depósitos de hogares	\$18
G13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	\$19
G14	Detalle de los valores en poder de las IFM	\$20
G15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	\$35
G16	Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar	\$37
G17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	\$38
G18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	\$39
G19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	\$40
G20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	\$41
G21	Nuevos depósitos a plazo	\$43
G22	Nuevos préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	\$43
G23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	\$44
G24	Tipos a tres meses del mercado monetario	\$44
G25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	\$45
G26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	\$45
G27	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	\$46
G28	Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas	\$55
G29	Desempleo y tasas de vacantes	\$55
G30	Déficit, necesidad de financiación y variación de la deuda	\$60
G31	Deuda según los criterios de Maastricht	\$60
G32	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	\$61
G33	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	\$61
G34	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	\$62
G35	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	\$62
G36	Posición de inversión internacional de la zona del euro	\$65
G37	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	\$65
G38	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	\$70
G39	Tipos de cambio efectivos	\$73
G40	Tipos de cambio bilaterales	\$73
G41	Producto interior bruto a precios constantes	\$76
G42	Índices de precios de consumo	\$76



## 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 (OFPML) 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 OFPML. 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:

$$g) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}}\right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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 la 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 nacionales. 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 nacionales en el mes t queda definido como:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}}\right)$$

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:

$$l) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}}\right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos nacionales del mes  $t$ . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$o) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

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.

#### DEESTACIONALIZACIÓN 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 nacionales. 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:

$$p) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

4 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**

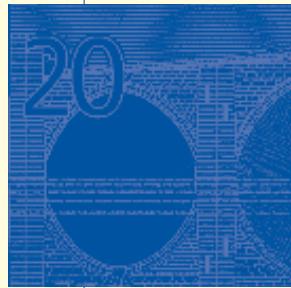
El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA o TRAMO-SEATS, dependiendo de las balanzas. En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta efectos de días laborables 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 3 de septiembre 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, consultese 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 nacionales, 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 (euríbor). 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) nº 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) nº 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) nº 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) nº 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 deflactores 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) nº 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) nº 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) nº 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) nº 501/2004 y el Reglamento (CE) nº 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

## TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTES 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.cmfib.org](http://www.cmfib.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.

18 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 deflactores 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.

1 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 titulización de activos (ABS).

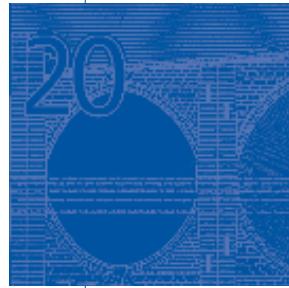
### **3 DE JULIO Y 7 DE AGOSTO DE 2014**

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 0,15 %, 0,40 % y –0,10 %, respectivamente.

### **4 DE SEPTIEMBRE 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 0,05 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 10 de septiembre de 2014. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, hasta situarlos en el 0,30 %, y el –0,20 %, respectivamente, ambos con efectos a partir del 10 de septiembre de 2014. También decide: i) adquirir una amplia cartera de bonos de titulización de activos (ABS) simples y transparentes, que tengan como subyacente activos frente al sector privado no financiero, en el contexto de un programa de adquisición de ABS llamado ABSPP, y ii) adquirir una amplia cartera de bonos garantizados denominados en euros emitidos por IFM residentes en la zona del euro en el marco de un nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3). Las intervenciones al amparo de estos programas comenzarán en octubre de 2014.

## **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. Más de 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.

### **FLUJO DE PAGOS EN TARGET2**

En el segundo trimestre de 2014, TARGET2 procesó 22.676.262 operaciones por un importe total de 127.675 mm de euros, lo que representa una media diaria de 365.746 pagos por un importe medio diario de 2.059 mm de euros. El día de máxima actividad de TARGET2 durante este trimestre fue el 30 de junio, fecha en la que se procesaron 568.060 pagos. Con una cuota de mercado del 61 % en lo que respecta al número de operaciones y del 92 % en cuanto al importe, TARGET2 mantuvo su posición dominante en el mercado de grandes pagos en euros. La magnitud 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 40 % 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 12,8 millones de euros, y el de un pago de clientes fue de 0,9 millones de euros. El 67 % de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 14 % fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos por importe superior a mil millones de euros se situó en 225 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 segundo 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 60 % ya procesado a las 13.00 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

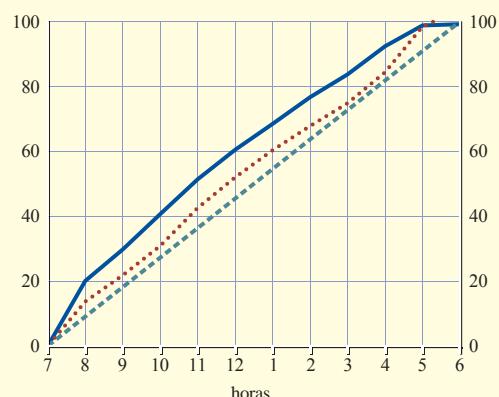
En el segundo trimestre de 2014, TARGET2 logró una disponibilidad del 100 %. Las únicas incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET2 son las que impiden completamente que se procesen pagos durante diez minutos o más entre las 7.00 h y las 18.45 h de un día hábil. Todos los 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.

- 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>.

### Perfil intradía

(porcentajes)

Operaciones (II 2014)  
Importes (II 2014)  
Distribución lineal



Fuente: BCE.

**Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO1: número de operaciones**

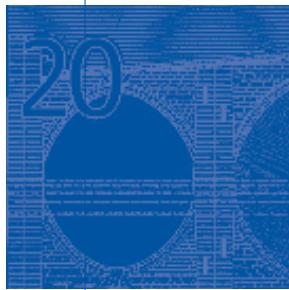
(número de pagos)	2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I	2014 II
<b>TARGET2</b>					
Total	23.600.140	22.827.447	23.840.793	22.839.642	22.676.262
Media diaria	374.605	345.870	372.512	368.381	365.746
<b>EURO1 (EBA Clearing)</b>					
Total	16.614.190	15.919.832	15.802.209	14.491.603	14.632.429
Media diaria	263.717	241.210	246.910	233.736	236.007

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 II	2013 III	2013 IV	2014 I	2014 II
<b>TARGET2</b>					
Total	125.266	121.184	124.076	123.842	127.675
Media diaria	1.988	1.836	1.939	1.966	2.059
<b>EURO1 (EBA Clearing)</b>					
Total	12.514	11.676	11.695	11.757	11.545
Media diaria	199	177	183	187	186

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.





## 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 vivo 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 indicada 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 quasi 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 indicado 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.

