



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2014

02 | 2014

**03 | 2014**

04 | 2014

05 | 2014

06 | 2014

07 | 2014

08 | 2014

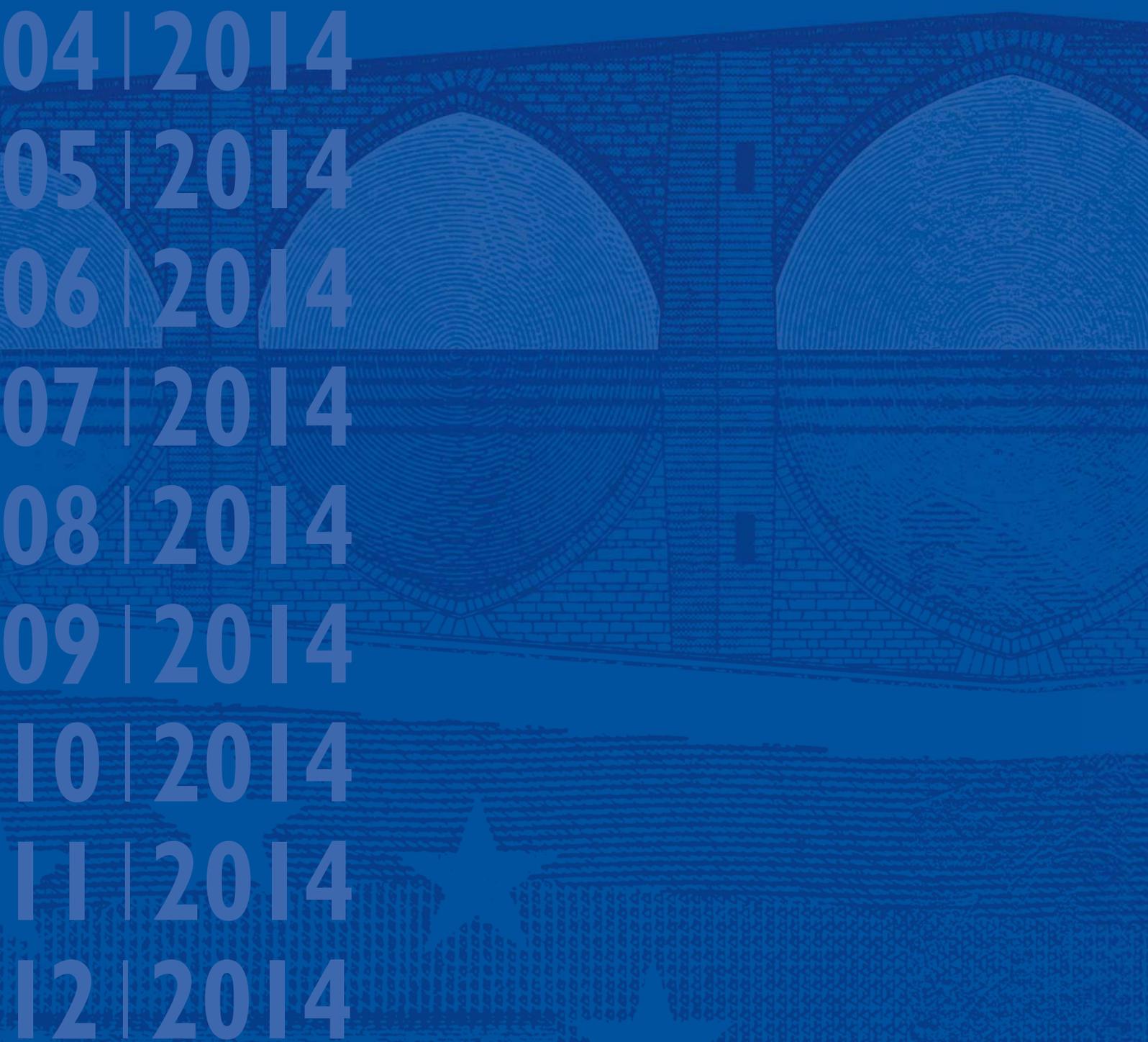
09 | 2014

10 | 2014

11 | 2014

12 | 2014

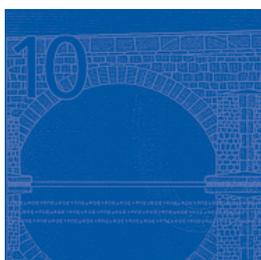
**BOLETÍN MENSUAL  
MARZO**





**BANCO CENTRAL EUROPEO**

EUROSISTEMA



## **BOLETÍN MENSUAL MARZO 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 5 de marzo de 2014.*

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999



# ÍNDICE

## EDITORIAL

5

## EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

- 1 Entorno exterior de la zona del euro **9**
  - Recuadro 1** Repercusiones de las recientes tensiones en los mercados financieros de las economías emergentes **11**
- 2 Evolución monetaria y financiera **23**
  - Recuadro 2** Evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro **28**
  - Recuadro 3** Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 13 de noviembre de 2013 y el 11 de febrero de 2014 **37**
  - Recuadro 4** Deuda de las sociedades no financieras: datos consolidados y no consolidados **54**
- 3 Precios y costes **62**
  - Recuadro 5** Impacto de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos en el reciente descenso de la inflación medida por el IAPC **64**
- 4 Producto, demanda y mercado de trabajo **74**
- 5 Evolución de las finanzas públicas **84**
  - Recuadro 6** Principales retos para la supervisión de las políticas económicas y presupuestarias en el marco del Semestre europeo 2014 **90**

## ARTÍCULO

- Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro **95**

## ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

SI

## ANEXOS

- 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

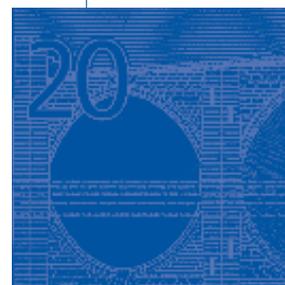
### PAÍSES

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

### 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 6 de marzo, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La nueva información disponible confirma que la moderada recuperación de la economía de la zona del euro sigue avanzando en línea con la valoración anterior del Consejo de Gobierno. Al mismo tiempo, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, que ahora abarcan hasta final de 2016, confirman las anteriores expectativas de un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución ascendente gradual hacia tasas de inflación medida por el IAPC hacia niveles más cercanos al 2%. En consonancia con este panorama, la evolución monetaria y la del crédito continúan siendo débiles. Las expectativas de inflación para la zona del euro a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%.

En lo que se refiere a las perspectivas a medio plazo para los precios y el crecimiento, los datos y los análisis disponibles confirman plenamente la decisión del Consejo de Gobierno de mantener una orientación acomodaticia de la política monetaria durante el tiempo que sea necesario, lo que contribuirá a la recuperación gradual de la economía en la zona del euro. El Consejo de Gobierno reitera con firmeza sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*). El Consejo de Gobierno sigue esperando que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un período prolongado. Esta expectativa se basa en el mantenimiento a medio plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dada la debilidad generalizada de la economía, las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva y la lenta creación de dinero y crédito.

El Consejo de Gobierno sigue atentamente la evolución de los mercados monetarios y está dispuesto a considerar todos los instrumentos disponibles. En conjunto, el Consejo de Gobierno reitera su firme determinación de mantener el alto grado de acomodación monetaria y su disposición para adoptar nuevas medidas decisivas si fuera necesario.

En lo que respecta al análisis económico, en el último trimestre de 2013, el PIB real de la zona del euro se incrementó un 0,3%, en términos intertrimestrales, registrando un ascenso durante tres trimestres consecutivos. La evolución hasta febrero de los indicadores de confianza procedentes de las encuestas es coherente con un crecimiento moderado continuado, aunque modesto, también en el primer trimestre de este año. De cara al futuro, se espera que la recuperación en curso continúe, si bien a ritmo lento. En particular, la demanda interna debería mejorar en mayor medida, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria, la mejora de las condiciones de financiación y los progresos realizados en materia de saneamiento presupuestario y reformas estructurales. Además, las rentas reales se están beneficiando del descenso de los precios de la energía. Se espera que la actividad económica se beneficie también de un fortalecimiento progresivo de la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, aunque el desempleo en la zona del euro está estabilizándose, sigue siendo elevado y los ajustes que aún se necesitan en los balances de los sectores público y privado continuarán lastrando el ritmo de la recuperación económica.

Esta valoración también se refleja en términos generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2014, que prevén que el PIB real se incremente en un 1,2% en 2014, un 1,5% en 2015 y un 1,8% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2013, las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real en 2014 se han revisado ligeramente al alza.

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

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 0,8 % en febrero de 2014, sin variación frente al resultado correspondiente a enero (revisado al alza). Aunque el descenso de los precios de la energía fue más acusado en febrero que en el mes anterior, los incrementos de los precios de los bienes industriales y de los servicios fueron más altos que los registrados en enero. Teniendo en cuenta la información disponible y los precios actuales de los futuros sobre la energía, se prevé que las tasas de inflación interanual medida por el IAPC se mantengan en torno a los niveles actuales durante los próximos meses. Posteriormente, las tasas de inflación deberían incrementarse de forma gradual y situarse en niveles más próximos al 2 %, en consonancia con las expectativas de inflación para la zona del euro a medio y a largo plazo.

Esta valoración también se refleja en términos generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2014, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en un 1,0 % en 2014, en un 1,3 % en 2015 y en un 1,5 % en 2016. Se estima que en el último trimestre de 2016 la inflación anual medida por el IAPC será del 1,7 %. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2013, las proyecciones de inflación para 2014 se han revisado ligeramente a la baja. Dado que en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2014 se publica por primera vez un horizonte temporal de tres años, conviene subrayar que las proyecciones se basan en una serie de supuestos técnicos, entre los que se incluyen la estabilidad de los tipos de cambio y el descenso de los precios del petróleo, y que la incertidumbre referida a las proyecciones se incrementa con la amplitud del horizonte temporal considerado.

Respecto a la valoración de los riesgos del Consejo de Gobierno, tanto los riesgos al alza como a la baja para las perspectivas sobre la evolución de los precios son limitados y siguen estando, en general, equilibrados a medio plazo.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de enero de 2014 confirman la valoración de debilidad del crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3) y del crédito. El crecimiento interanual de M3 aumentó hasta situarse en el 1,2 % en enero, desde el 1,0 % registrado en diciembre. En enero, los flujos de entrada en M3 fueron sustanciales, compensando los elevados flujos de salida de diciembre. El aumento del crecimiento de M3 reflejó la mayor tasa de crecimiento interanual de M1, que ascendió hasta el 6,2 % desde el 5,7 % observado en diciembre. Al igual que en los meses anteriores, el factor principal del crecimiento interanual de M3 fue un incremento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que continuó reflejando el creciente interés de los inversores internacionales en los activos de la zona del euro. La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado siguió reduciéndose. La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en el -2,9 % en enero, sin variación respecto a diciembre. La débil evolución de los préstamos a sociedades no financieras sigue reflejando su desfase con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulaciones) se mantuvo en el 0,2 % en enero de 2014, prácticamente sin variación desde principios de 2013.

Desde el verano de 2012 se han logrado progresos importantes en la mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito. Con el fin de garantizar una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación de los países de la zona del euro, es esencial que la fragmentación de los mercados de crédito de la zona siga reduciéndose y que la capacidad de resistencia de las entidades de crédito se refuerce donde resulte necesario. Este es el objetivo de la evaluación global que está realizando el BCE, mientras que avanzar puntualmente en los pasos siguientes para la creación de una unión bancaria contribuirá también a restablecer la confianza en el sistema financiero.

En síntesis, el análisis económico confirma la expectativa del Consejo de Gobierno de un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución ascendente gradual hacia niveles de inflación más próximos al 2%. El contraste con las señales procedentes del análisis monetario confirma el escenario de atonía de las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro a medio plazo.

En lo que concierne a las políticas fiscales, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE indican que continúan los progresos en la reducción de los desequilibrios presupuestarios en la zona del euro. Se espera que el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro haya descendido en 2013 hasta el 3,2% del PIB y que este año siga reduciéndose hasta situarse en el 2,7% del PIB. Se estima que la deuda de las Administraciones Públicas ascenderá hasta el 93,5% del PIB en 2014, y que disminuirá ligeramente en 2015. Respecto al futuro, los países de la zona del euro deberían mantener los esfuerzos de saneamiento del pasado y reconducir las elevadas ratios de deuda pública hacia una senda descendente a medio plazo. Las estrategias fiscales deberían ser acordes al Pacto de Estabilidad y Crecimiento y garantizar un conjunto de medidas de saneamiento favorables al crecimiento que combinen la mejora de la calidad y la eficiencia de los servicios públicos con la reducción al mínimo de los efectos distorsionadores de los impuestos. Asimismo, las autoridades nacionales deberían continuar la aplicación decidida de reformas estructurales en todos los países de la zona del euro. Estas reformas deberían estar dirigidas, en particular, a facilitar la actividad empresarial y a la creación de empleo, para mejorar con ello el crecimiento potencial de la zona del euro y reducir el desempleo en los países de la zona del euro. A este respecto, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la comunicación del 5 de marzo de la Comisión Europea sobre la prevención y la corrección de los desequilibrios económicos y el Procedimiento de Déficit Excesivo. De cara al futuro, es esencial que el marco de vigilancia macroeconómica de la zona del euro, que se ha reforzado significativamente a raíz de la crisis de deuda soberana, se aplique de forma íntegra y coherente.

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

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

*La actividad económica mundial registra una expansión, aunque a un ritmo moderado, que refleja, en parte, cambios en la dinámica de crecimiento entre las distintas regiones. Si bien el crecimiento está repuntando en la mayoría de las economías avanzadas, impulsando cada vez más la recuperación mundial, el ritmo se ha desacelerado en las principales economías emergentes. Más concretamente, las mejoras en los balances del sector privado y las políticas acomodaticias continúan respaldando la actividad en las economías avanzadas, mientras que los obstáculos estructurales y el endurecimiento de las condiciones financieras, sumados al limitado margen de maniobra de las políticas, han dado lugar a una desaceleración en las economías emergentes. Al mismo tiempo, el clima económico mundial ha seguido siendo relativamente robusto desde comienzos de 2014, lo que sugiere una expansión sostenida del comercio y de la economía mundial. Aunque las turbulencias que han afectado recientemente a los mercados financieros de algunas economías emergentes han incrementado, en cierta medida, la incertidumbre, hasta ahora las tensiones no han rebasado ciertos límites geográficos, lo que significa que las repercusiones globales han sido limitadas. La inflación mundial se redujo en el último trimestre de 2013 y permaneció contenida a comienzos del año en curso como resultado de la amplia capacidad productiva sin utilizar y de los precios más bajos de la energía.*

### I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y COMERCIO MUNDIALES

La actividad económica mundial registra una expansión gradual que refleja, hasta cierto punto, cambios en la dinámica de crecimiento entre las distintas regiones. En general, las divergencias entre los patrones de crecimiento a escala mundial se deben, en gran medida, a factores cíclicos y estructurales, combinados con reacciones de las políticas propias de cada país y de los mercados financieros. Concretamente, si bien el ritmo de crecimiento está repuntando de forma sostenida en la mayoría de las economías avanzadas, respaldado por la mejora de los balances del sector privado y las políticas acomodaticias, en las economías emergentes ha experimentado una desaceleración, debido a la persistencia de obstáculos estructurales, incertidumbres en el ámbito de las políticas y volatilidad de las condiciones financieras, que han afectado principalmente a los países con vulnerabilidades internas. Las estimaciones provisionales para el cuarto trimestre de 2013 sugieren que el crecimiento del PIB en los países del G-20, excluida la zona del euro, se situó en el 0,9%, en tasa intertrimestral, cifra notablemente inferior a la del trimestre anterior, aunque persisten las divergencias entre países (véase cuadro 1). En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real siguió siendo robusto en el cuarto trimestre de 2013, respaldado por la solidez del consumo privado, la inversión no residencial y las exportaciones. Aunque los indicadores recientes sugieren cierta moderación en el primer trimestre de 2014, como resultado de la fuerte acumulación de existencias en trimestres anteriores y de las adversas condiciones meteorológicas, se espera que dicha moderación sea transitoria. En Japón, a la rápida expansión del primer semestre de 2013 siguió un crecimiento más lento en el segundo, debido principalmente a la debilidad de las exportaciones y a la atonía de la inversión empresarial. No obstante, se prevé un repunte en el primer trimestre de 2014, respaldado por un aumento del consumo privado con antelación al aumento del impuesto sobre el consumo. En el Reino Unido, la economía ha registrado un sólido crecimiento en los últimos trimestres y los indicadores de alta frecuencia apuntan a una robusta actividad en el corto plazo. En cambio, en China y en otras economías emergentes varios indicadores sugieren que el ritmo de crecimiento experimentará una desaceleración a comienzos de 2014, pese al positivo crecimiento registrado de forma inesperada en algunas economías asiáticas a finales del año pasado.

Las turbulencias financieras que han afectado recientemente a algunas economías emergentes han hecho que aumente la incertidumbre respecto a las perspectivas mundiales, pero las tensiones se han limitado principalmente a países con fundamentos económicos débiles y desequilibrios internos (véase recuadro 1). Las repercusiones en la economía mundial han sido limitadas hasta ahora y últimamente

**Cuadro I Crecimiento del PIB real en algunas economías**

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

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

1) El dato del cuarto trimestre de 2013 es una estimación basada en los últimos datos disponibles.

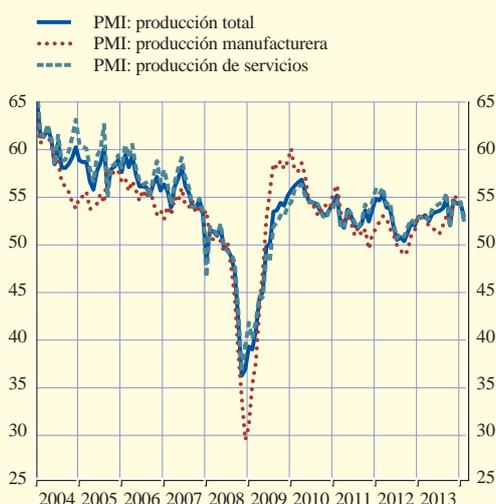
están remitiendo. A corto plazo, los indicadores de clima económico mundial sugieren, en general, una situación sólida a comienzos de 2014, y se prevé que la actividad continúe por una senda de recuperación gradual. Aunque el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios, excluida la zona del euro, descendió en febrero como resultado de las significativas caídas de los índices correspondientes a Estados Unidos y Japón, todavía sugiere una expansión mundial sostenida en el primer trimestre de 2014, en el que se combina con las sólidas cifras de enero (véase gráfico 1). De la misma manera, el indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a diciembre de 2013 continuó señalando mejoras en el crecimiento en la mayoría de los principales países de la Organización, especialmente en Estados Unidos, Reino Unido y Japón, pero las perspectivas son menos favorables en la economías emergentes, que registrarían un crecimiento en torno a la tendencia en China, Brasil y Rusia e inferior a la tendencia en India (véase gráfico 2). El indicador de clima económico mundial del Ifo también sugería unas perspectivas más halagüeñas para las economías avanzadas y un ligero deterioro de las expectativas económicas para las economías emergentes.

En consonancia con la expansión económica global, el crecimiento del comercio mundial repuntó en 2013, tras un período prolongado de atonía. Según informa el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, las importaciones de bienes registraron un ritmo de crecimiento sostenido en el cuarto trimestre de 2013, aumentando un 1,2% en tasa intertrimestral, frente al 1,3% registrado en el trimestre anterior, lo que elevó el crecimiento interanual del comercio mundial hasta el 2,8% en 2013, desde el 1,9% de 2012. En febrero de 2014, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero se incrementó ligeramente, señalando una recuperación sostenida y moderada de la actividad comercial a escala mundial.

De cara al futuro, según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2014 (véase artículo) se prevé que la recuperación mundial continúe afianzándose, si bien de forma gradual, ya que persisten algunos impedimentos que siguen limitando, aunque en menor medida, las perspectivas a medio plazo. En general, el perfil de crecimiento mundial prácticamente no ha variado en el corto

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

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

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

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



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

plazo con respecto a las proyecciones elaboradas en diciembre de 2013. En las economías avanzadas se prevé que la menor intensidad del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal debería estimular la confianza y respaldar la demanda interna. El aumento de la demanda externa en las economías avanzadas debería favorecer las exportaciones de las economías emergentes, compensando, en parte, el efecto adverso de los obstáculos estructurales y la inercia de las reformas sobre el crecimiento potencial.

Las perspectivas mundiales siguen estando sujetas a riesgos a la baja. La evolución de los mercados financieros a escala mundial y en las economías emergentes, así como los riesgos geopolíticos podrían afectar negativamente a la situación económica. Entre otros riesgos a la baja, cabe señalar un aumento de los precios de las materias primas y una debilidad de la demanda mundial mayor de la prevista.

**Recuadro I**

**REPERCUSIONES DE LAS RECIENTES TENSIONES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES**

Las tensiones en los mercados financieros de las economías emergentes han vuelto a intensificarse a comienzos de 2014, acentuando la preocupación respecto a los riesgos para las perspectivas económicas de estas economías y para la recuperación mundial a un nivel más amplio. En comparación con los episodios del año pasado, las recientes turbulencias han sido menos intensas y no han sido tan generalizadas, y han afectado solo a un pequeño subgrupo de economías (véase gráfico A). Desde una perspectiva



de más largo plazo, es probable que las turbulencias refuercen la tendencia más general de desaceleración del crecimiento observada en las economías emergentes en los cuatro últimos años, que refleja, en parte, una desaceleración estructural en algunas de las economías más grandes del grupo. A continuación se examina la evolución económica más amplia en las economías emergentes y las posibles repercusiones de las recientes tensiones en los mercados financieros.

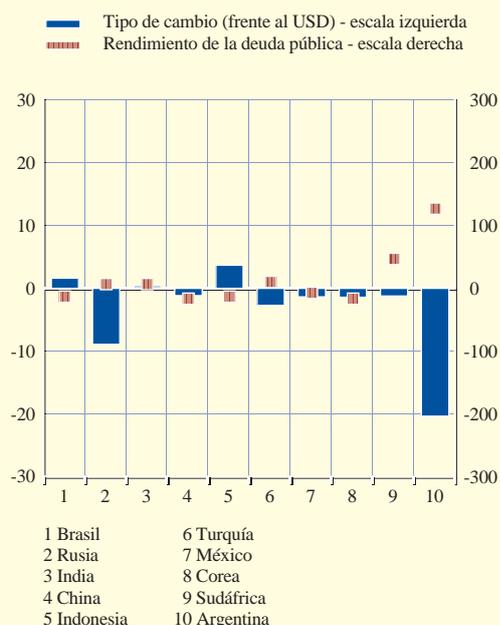
### El papel de los factores estructurales y cíclicos en la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes

El crecimiento agregado del PIB de las economías emergentes ha experimentado una fuerte desaceleración en los últimos años, pasando del 7,6% en 2010 al 4,7% en 2012, cifra muy inferior a las registradas en los años anteriores a la crisis financiera, en los que el crecimiento en estas economías se situó, en promedio, en torno al 6% entre 2000 y 2007 (véase gráfico B). La desaceleración ha afectado a casi todas las economías emergentes y ha sido mayor que la observada en las economías avanzadas.

Un componente de la reciente desaceleración ha sido la moderación del crecimiento potencial. La mayor parte de los analistas prevén ahora un crecimiento moderado en los próximos años: las proyecciones a largo plazo (en un horizonte de cinco años) de Consensus Economics se han revisado a la baja para muchas de las economías emergentes más grandes. En China la desaceleración del crecimiento ha sido particularmente pronunciada desde 2012, dado que las limitaciones de su modelo de crecimiento

**Gráfico A Evolución reciente de los rendimientos de la deuda pública y del tipo de cambio en algunas economías emergentes**

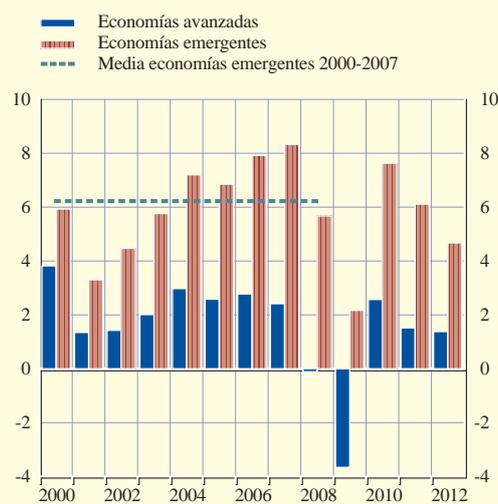
(puntos básicos; variación porcentual)



Fuentes: Haver, Bloomberg y cálculos de los expertos del BCE.  
Notas: Variación entre el 1 de enero y el 26 de febrero de 2014. En el caso de Argentina, se considera el diferencial soberano EMBI.

**Gráfico B Crecimiento del PIB real**

(tasa de variación interanual)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.  
Notas: Las economías avanzadas comprenden la zona del euro, Australia, Canadá, Dinamarca, Islandia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. El grupo de las economías emergentes está integrado por unos 150 países.

—caracterizado por una fuerte dependencia de la acumulación de capital y la migración de trabajadores del sector rural a los sectores manufactureros urbanos— son cada vez más evidentes<sup>1</sup>. En los próximos años, el crecimiento potencial de China seguirá, probablemente, una trayectoria descendente, debido a una reducción de la población en edad de trabajar y a un reequilibrio gradual de la demanda con un mayor peso del gasto de los hogares en detrimento del gasto de capital. En muchas economías emergentes, la inadecuada infraestructura física y el desfavorable clima empresarial, combinados —en algunos países— con una pérdida de impulso de las reformas estructurales, han contribuido también a una caída del potencial de crecimiento.

No obstante, la mayor parte de la desaceleración es atribuible a factores cíclicos. Las economías emergentes se han visto afectadas por un debilitamiento de la demanda de las economías avanzadas, que concentran, en promedio, la mitad de sus exportaciones. Muchas se han visto afectadas también por la moderación del crecimiento en China. En este sentido, la menor demanda de materias primas ha significado que los países exportadores de materias primas han dejado de beneficiarse de los acusados incrementos de los precios.

Al mismo tiempo, durante una gran parte del período transcurrido desde 2010, a las economías emergentes les han beneficiado varios factores compensatorios, especialmente las laxas condiciones de financiación a escala mundial y nacional. Las políticas monetarias acomodaticias aplicadas en las economías avanzadas han dado lugar a una bajada de los tipos de interés mundiales y han estimulado los flujos de capital hacia las economías emergentes. Las políticas aplicadas a nivel interno, como las políticas fiscales expansivas, también han tendido a fortalecer el crecimiento en el período inmediatamente posterior a la crisis financiera mundial. Los tipos de interés reales vigentes en muchas economías emergentes durante este período han permitido que las condiciones financieras se hayan relajado y que el crédito haya crecido muy rápidamente en algunos países.

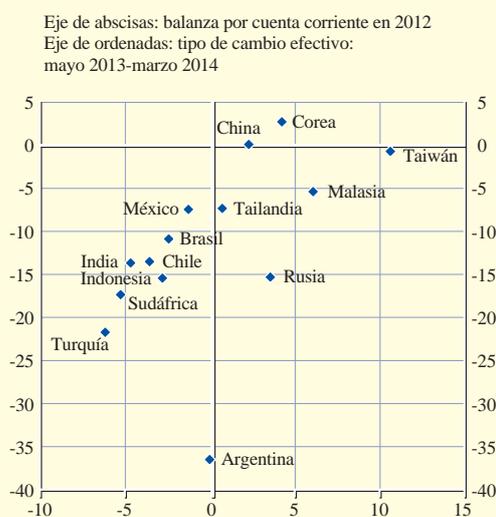
### Aumento de las fragilidades externas e internas en algunas economías emergentes

Los factores que contribuyeron a sostener el crecimiento tras la desaceleración global de 2008-2009 también han dado lugar a un aumento de los desequilibrios en algunas economías emergentes, sobre todo, en forma de un deterioro de la balanza por cuenta corriente (Sudáfrica, Indonesia, India y Turquía), persistentes déficits presupuestarios (Argentina e India) y sobredimensionamiento de los sectores financieros tras períodos de crecimiento muy elevado del crédito (Brasil, Indonesia y Turquía).

Desde mayo de 2013, los mercados financieros parecen haber prestado más atención a

**Gráfico C Evolución de los tipos de cambio y balanza por cuenta corriente en algunas economías emergentes**

(porcentaje del PIB; tasa de variación)



1 Véase el recuadro titulado «Factores subyacentes al crecimiento económico de China y a sus perspectivas», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre 2013.

Fuentes: Haver y cálculos de los expertos del BCE.  
Nota: Los tipos de cambio se calculan utilizando los tipos de cambio efectivos nominales frente a un grupo de 39 socios comerciales.

esas fragilidades. La mayoría de los países que registraban grandes déficits por cuenta corriente se han visto afectados por las tensiones en los mercados financieros (véase gráfico C). Las monedas de esos países han llegado a depreciarse, en promedio, hasta un 25 % en términos efectivos desde mayo de 2013. Otros factores, como la incertidumbre interna y política (por ejemplo, en Argentina y Turquía) también parecen haber contribuido a intensificar la inquietud de los mercados respecto a las perspectivas.

### Riesgos y consecuencias

Las repercusiones globales de las tensiones actuales serán, probablemente, limitadas, en la medida en que las turbulencias no se intensifiquen y continúen afectando solo a un número reducido de países. Hasta la fecha, los escasos efectos de contagio observados en las monedas de las economías emergentes sugieren que las ventas que se han producido recientemente en los mercados financieros han tenido su origen, principalmente, en problemas idiosincrásicos de cada país.

Al mismo tiempo, existe el riesgo de que la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes observada en los últimos años pudiera ser reflejo de problemas más profundos y estructurales que afectarían a un grupo más amplio de estas economías. Por consiguiente, en el contexto del reciente aumento de las fragilidades en algunas economías emergentes, persiste un riesgo de cola de que los problemas localizados puedan propagarse desencadenando una fuga de capitales más generalizada de estas economías. En un escenario de esa naturaleza, la desaceleración de alcance más amplio que podría afectar a los mercados emergentes podría suponer un lastre para el crecimiento de la economía mundial.

## 1.2 EVOLUCIÓN MUNDIAL DE LOS PRECIOS

La desaceleración de la inflación mundial observada desde 2011 continuó en 2013, debido, principalmente, a la menor contribución de los precios de las materias primas y a la abundante capacidad productiva sin utilizar. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por los precios de consumo repuntó ligeramente en los últimos meses de 2013 y a principios de 2014, hasta situarse en el 1,7 % en enero, al comenzar a disiparse los efectos de base negativos de la caída de los precios de la energía (véase cuadro 2). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se ha mantenido estable en los países de la OCDE, situándose en el 1,6 % en enero. En la mayoría de las economías emergentes no pertenecientes a la OCDE la inflación se redujo en enero, mientras que en China no experimentó variación. De cara al futuro, se prevé que, a escala mundial, la inflación seguirá estando contenida, especialmente en las economías avanzadas, en un contexto de relativa estabilidad de los precios de las materias primas, abundante capacidad productiva sin utilizar y expectativas de inflación bien ancladas.

En las perspectivas de inflación a nivel mundial influye notablemente la evolución de los precios de las materias primas, y especialmente, la de los precios de la energía. Los precios del Brent se han mantenido relativamente estables en torno a 105-111 dólares estadounidenses el barril en los dos últimos meses (véase gráfico 3). El 5 de marzo de 2014, se situaban en 109 dólares estadounidenses el barril, es decir, un 1 % por debajo del nivel de hace un año. Por lo que respecta a las variables fundamentales, la situación de la oferta y de la demanda mundiales sugiere que el mercado de petróleo se encuentra relativamente bien abastecido. Según la Agencia Internacional de la Energía, se prevé que la demanda mundial de petróleo se reduzca en el primer trimestre de 2014 en comparación con el trimestre anterior. Al mismo tiempo, se espera que la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP continúe aumentando en el primer trimestre del año, debido principalmente al sólido crecimiento de la oferta de petróleo no

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

(tasas de variación interanual)

	2012	2013	2013 Sep	2013 Oct	2013 Nov	2013 Dic	2014 Ene	2014 Feb
OCDE	2,3	1,6	1,5	1,3	1,5	1,6	1,7	-
Estados Unidos	2,1	1,5	1,2	1,0	1,2	1,5	1,6	-
Japón	0,0	0,4	1,1	1,1	1,5	1,6	1,4	-
Reino Unido	2,8	2,6	2,7	2,2	2,1	2,0	1,9	-
Dinamarca	2,4	0,5	0,2	0,3	0,3	0,4	0,8	-
Suecia	0,9	0,4	0,5	0,2	0,3	0,4	0,2	-
Suiza	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,1	-
Brasil	5,4	6,2	5,9	5,8	5,8	5,9	5,6	-
China	2,6	2,6	3,1	3,2	3,0	2,5	2,5	-
India <sup>1)</sup>	7,5	6,3	7,0	7,2	7,5	6,2	5,0	-
Rusia	5,1	6,8	6,1	6,2	6,5	6,5	6,0	6,2
Turquía	8,9	7,5	7,9	7,7	7,3	7,4	7,8	7,9
Polonia	3,7	0,8	0,9	0,7	0,5	0,6	0,6	-
República Checa	3,5	1,4	1,0	0,8	1,0	1,5	0,3	-
Hungría	5,7	1,7	1,6	1,1	0,4	0,6	0,8	-
Pro memoria:								
Inflación subyacente OCDE <sup>2)</sup>	1,8	1,6	1,6	1,5	1,6	1,6	1,6	-

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

1) Para India, inflación medida por el índice de precios al por mayor.

2) Excluidos la energía y los alimentos.

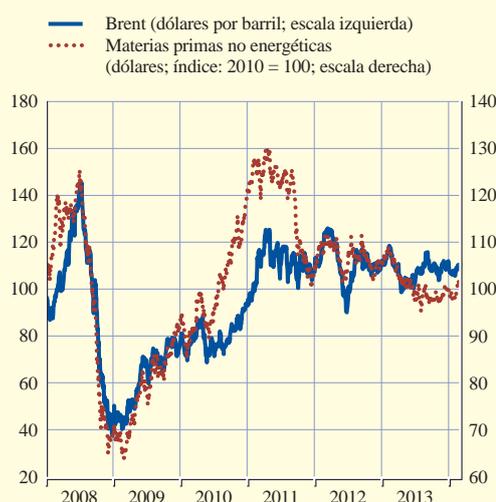
convencional («shale oil») de Estados Unidos. De cara al futuro, los participantes en los mercados esperan precios más bajos en el medio plazo, y los futuros de Brent con entrega en diciembre de 2015 se negocian a 99 dólares estadounidenses el barril.

Los precios de las materias primas no energéticas se han mantenido relativamente estables, en términos agregados, en los últimos meses. Se consolida así la senda de estabilización observada desde mediados de 2013, a pesar de la ligera volatilidad registrada en los meses de verano. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se sitúa actualmente un 4 % por debajo del nivel registrado hace un año.

### 1.3 EVOLUCIÓN EN ALGUNAS ECONOMÍAS

#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real siguió siendo robusto en el cuarto trimestre 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 2,4 % (0,6 % en tasa intertrimestral), frente al 4,1 % (1 % en tasa intertrimestral) del trimestre anterior. El crecimiento se vio respaldado por un mayor aumento del gasto en consumo personal, de la inversión no residencial y de las exportaciones en comparación con el trimestre

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


Fuentes: Bloomberg y HWWI.

precedente, mientras que la acumulación de existencias siguió contribuyendo al crecimiento por cuarto trimestre consecutivo. Tanto la inversión residencial como el gasto público experimentaron sendos descensos, este último como consecuencia de una reducción del gasto del Gobierno federal y de las administraciones estatales y locales.

Los indicadores más recientes han sido menos favorables de lo previsto, lo que sugiere que el crecimiento económico podría estar experimentando una desaceleración transitoria en el primer trimestre de 2014. Los datos de alta frecuencia disponibles para enero, incluidas las ventas del comercio al por menor, la producción industrial y la actividad en el sector de la vivienda, fueron en general discretos. Las adversas condiciones meteorológicas son, probablemente, el factor responsable de la reciente debilidad, ya que este invierno ha sido uno de los más fríos y con más nevadas que se han registrado, y se espera un repunte del crecimiento una vez que mejoren dichas condiciones. En general, se prevé una aceleración del crecimiento de la actividad económica durante este año, respaldada por un nuevo fortalecimiento de la demanda interna privada, basado en la continuidad de las condiciones financieras acomodaticias y por una mejora de la confianza, así como por una reducción de la presión fiscal. Los riesgos relacionados con la política fiscal se han reducido últimamente, gracias a la ampliación del techo de la deuda de Estados Unidos hasta marzo de 2015. Por lo que respecta al mercado de trabajo, la tasa de paro volvió a reducirse hasta el 6,6% en enero. No obstante, otros indicadores sugieren un panorama menos halagüeño en el mercado de trabajo, ya que tanto el desempleo de larga duración como el número de trabajadores a tiempo parcial que preferirían trabajar a tiempo completo siguen siendo elevados, mientras el ritmo de creación de empleo continuó siendo relativamente flojo en enero de 2014.

La inflación interanual medida por el IPC repuntó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,6%, en enero de 2014, principalmente como consecuencia de un aumento de la inflación interanual de los precios de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de variación interanual del IPC fue del 1,6%, ligeramente inferior al 1,7% registrado en los cuatro meses anteriores. La inflación interanual, medida por el deflactor del gasto en consumo personal, se ha venido situando en niveles más bajos, cercanos al 1%, en los últimos meses, debido, en parte, a que la ponderación de los componentes es distinta a la del IPC. De cara al futuro, la recuperación de la actividad económica debería dar lugar, con el tiempo, a una reducción de la debilidad económica, que se prevé que se refleje en un gradual y moderado aumento de la inflación.

En el contexto de una mejora general de las perspectivas económicas, en su reunión de 29 de enero de 2014, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció una reducción del ritmo mensual de compras de activos en otros 10 mm de dólares, hasta 65 mm de dólares, a partir de febrero. La reducción afecta por igual a las compras de bonos de titulización hipotecaria (de 35 mm de dólares a 30 mm de dólares) y a las compras de valores de Tesoro a más largo plazo (de 40 mm dólares a 35 mm de dólares). El Comité no modificó su estrategia de «*forward guidance*» en comparación con el comunicado de diciembre, señalando que probablemente resultará apropiado mantener la banda actual fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales hasta pasado un tiempo después de que la tasa de paro se reduzca por debajo del 6,5%, especialmente si la inflación proyectada continúa registrando tasas inferiores al objetivo a más largo plazo del 2% establecido por el Comité.

## JAPÓN

El crecimiento económico perdió cierto impulso en el segundo semestre de 2013, tras la expansión tan sólida registrada en los primeros meses del año. Según la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real creció un 0,3% en el cuarto trimestre de 2013, la misma tasa que en el trimestre anterior. La demanda interna mostró una relativa capacidad de resistencia y contribuyó 0,8 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre. Por el contrario, la demanda exterior

neta restó 0,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en ese trimestre, como consecuencia del estancamiento de las exportaciones y de un repunte de las importaciones. Pese a que el yen experimentó una fuerte depreciación en 2013, el crecimiento de las exportaciones fue moderado en ese año. En el primer trimestre de 2014 se prevé un aumento transitorio de la actividad económica, con un adelanto del gasto en anticipación del incremento del impuesto sobre el consumo previsto para abril. Los indicadores más recientes de clima económico y los indicadores cuantitativos son coherentes con este repunte esperado de la actividad. El índice PMI del sector manufacturero se situó en 56,5 en enero, prácticamente sin variación con respecto a la cifra de diciembre, y la producción industrial aumentó un 4 %, en tasa intermensual, en enero.

Los datos sobre inflación correspondientes a enero muestran algunas señales de pérdida de impulso. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 1,4 % en enero, desde el 1,6 % de diciembre, mientras que, si se excluyen los alimentos, las bebidas y la energía, la tasa interanual se mantiene sin variación, en el 0,7 %, en enero. El reciente repunte de la inflación, que es atribuible, en gran medida, a factores transitorios, probablemente se acentúe aún más por la subida del impuesto sobre el consumo prevista para abril. Aunque las expectativas de inflación han aumentado significativamente durante el pasado año, todavía se sitúan por debajo del objetivo de inflación del 2 % establecido por el Banco de Japón; al mismo tiempo, la evidencia de un incremento generalizado de los precios internos ha sido limitada. Así pues, el resultado de las negociaciones salariales de la primavera de 2014 será crucial para las perspectivas de inflación.

En su reunión sobre política monetaria de 18 de febrero de 2014, el Banco de Japón mantuvo sin variación el objetivo fijado para la base monetaria. Además, se decidió duplicar en volumen y ampliar por un año la Facilidad de Financiación de Apoyo al Crecimiento y la Facilidad de Estímulo al Crédito Bancario, que debían vencer antes de la reunión de enero. La decisión se produce en vista del escaso recurso a estas facilidades desde el momento de su creación.

## REINO UNIDO

El Reino Unido ha registrado un sólido crecimiento en los últimos trimestres. En el cuarto trimestre de 2013, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,7 %, impulsado principalmente por la inversión y las exportaciones. Algunos de los principales indicadores procedentes de las encuestas de opinión han experimentado un ligero deterioro en los últimos meses, pero su nivel relativamente alto sugiere que el crecimiento ha seguido siendo sólido a comienzos del primer trimestre de 2014. La confianza de los consumidores también ha mejorado y se observan señales de una recuperación del crecimiento del crédito. Sin embargo, a medio plazo, es probable que el ritmo de crecimiento se ralentice un poco. La evolución relativamente débil de la renta real de los hogares, debido al bajo aumento de la productividad, y la necesidad de continuar con el ajuste de los balances de los sectores público y privado continuarán limitando la demanda interna durante algún tiempo, mientras que las perspectivas de crecimiento de las exportaciones siguen siendo contenidas.

La inflación interanual medida por el IPC se redujo de nuevo ligeramente en enero de 2014 (0,1 puntos porcentuales en comparación con diciembre), hasta situarse en el 1,9 %. De cara al futuro, se prevé que las presiones inflacionistas continuarán siendo moderadas en la medida en que la capacidad productiva sin utilizar en la economía y los efectos retardados de la reciente apreciación de la libra esterlina seguirán conteniendo la inflación.

En su reunión de 6 de febrero de 2014, el Comité de Política Monetaria del Bank of England decidió mantener 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. El 12 de febrero, el Comité anunció algunos cambios en su estrategia de «*forward guidance*», anclándola a una serie de factores relacionados, por ejemplo, con la capacidad productiva sin utilizar de los mercados de trabajo.

#### **OTRAS ECONOMÍAS EUROPEAS**

En Suecia, la recuperación de la actividad económica cobró impulso hacia finales de 2013, mientras que en Dinamarca experimentó una acusada desaceleración. En el cuarto trimestre de 2013, el PIB real creció un 1,7%, en tasa intertrimestral, en Suecia y se redujo un 0,5%, también en tasa intertrimestral, en Dinamarca. En ambos países, la demanda interna fue el principal factor determinante de esta dinámica. En Suiza, el crecimiento del PIB real registró una expansión del 0,2%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2013, respaldado por un incremento del consumo y la inversión bruta en capital fijo, mientras que la demanda exterior neta fue un lastre para el crecimiento. De cara al futuro, es probable que el crecimiento del PIB real cobre fuerza en Suecia y Suiza y mantenga el ritmo en Dinamarca. Por lo que respecta a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas han seguido moderándose y, en los últimos meses, la inflación interanual medida por el IAPC se ha reducido por debajo del 1% en Dinamarca y se ha situado cerca del 0% en Suecia. Esta desaceleración ha tenido su origen en la reducción de la tasa de variación de los precios de la energía y en una mayor atenuación de las presiones de precios internas. Al mismo tiempo, en Suiza, la inflación interanual medida por los precios de consumo registró de nuevo cifras positivas a finales de 2013 y comienzos de 2014.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental (PECO), la recuperación de la actividad económica ha continuado, respaldada por la fortaleza de las exportaciones, aunque la demanda interna también ha cobrado impulso. Según datos preliminares, el PIB real, favorecido en cierta medida por factores de carácter transitorio, aumentó con fuerza en la República Checa y en Rumanía, al tiempo que también siguió creciendo a un ritmo vigoroso en Hungría y Polonia en el cuarto trimestre de 2013. De cara al futuro, es probable que la actividad económica continúe fortaleciéndose en 2014, con una creciente importancia de la demanda interna, principalmente de la inversión, que posiblemente se verá respaldada por la absorción de fondos disponibles de la UE. Las exportaciones también deberían contribuir al crecimiento. La inflación interanual medida por el IAPC ha seguido cayendo sustancialmente en los países más grandes de Europa Central y Oriental en los últimos meses. La inflación se ha moderado como consecuencia de la reducida tasa de variación interanual de los precios de los alimentos y de la energía, que ha eliminado los efectos de base de anteriores aumentos (o, más recientemente, los recortes de los impuestos indirectos y de los precios administrados), así como de la contención de las presiones de costes internos. Como resultado de las débiles perspectivas de inflación, la política monetaria ha seguido manteniendo una orientación acomodaticia en los países más grandes de Europa Central y Oriental.

En Turquía, el crecimiento del PIB real, que fue muy robusto en el primer semestre de 2013, se redujo hasta el 0,9%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, como consecuencia de la desaparición de los efectos de un repunte de la inversión pública a comienzos de 2013, de cierta desacumulación de existencias y de una moderación del consumo público y privado, así como del deterioro de las condiciones de financiación. En el cuarto trimestre de 2013 y a comienzos de 2014, se prevé que la demanda interna se habrá visto moderada por el endurecimiento de la política monetaria, las medidas regulatorias encaminadas a desincentivar el crédito al por menor, el aumento de la tensión política y la elevada incertidumbre asociada a la volatilidad del mercado financiero y del tipo de cambio; al mismo tiempo, se prevé que la incipiente recuperación en la UE favorezca las exportaciones. Aunque la economía experimentó una ligera desaceleración en el último trimestre de 2013, la inflación medida por el IPC se mantiene firmemente por encima del objetivo establecido por el banco central como consecuencia de la transmisión de los efectos de la depreciación de la lira y del aumento de las expectativas de inflación.

En Rusia, el PIB real repuntó ligeramente en el tercer trimestre de 2013 con respecto a los bajos niveles de actividad observados en los meses anteriores del año, pero siguió creciendo a un ritmo lento del 0,2 % en tasa intertrimestral, debido a la atonía de la inversión y a que el aumento de las importaciones contrarrestó en gran medida el fuerte incremento del consumo privado. Se espera que la demanda externa, sumada a un ligero repunte de la inversión privada haya estimulado el crecimiento del producto a comienzos de 2014. En el cuarto trimestre de 2013, la inflación osciló ligeramente por encima de la banda fijada como objetivo por el banco central, pero cayó por debajo del límite superior de dicha banda en enero, principalmente como consecuencia de la favorable evolución de los precios de los alimentos.

### ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En China, el crecimiento del PIB real, aunque sigue siendo robusto, (en el cuarto trimestre de 2013 cayó hasta el 7,7 % en tasa interanual), está reduciéndose, ya que el ligero fortalecimiento de la demanda interna no bastó para contrarrestar la menor contribución de la demanda exterior neta. El crecimiento del PIB real para el conjunto de 2013 se situó en el 7,7 %, sin variación con respecto a 2012. El superávit por cuenta corriente se redujo hasta el 2,1 % del PIB.

En conjunto, los indicadores de alta frecuencia de principios de 2014 sugieren una gradual pérdida de impulso del crecimiento, lo que confirma que ha continuado la desaceleración observada en el último trimestre de 2013. Los indicadores PMI muestran un deterioro en enero y febrero, pero en el sector no manufacturero se ha observado una mejora. Los agregados monetarios y crediticios correspondientes a enero han seguido registrando una desaceleración, dado que las autoridades tratan de reducir gradualmente la dependencia de la economía del crecimiento del crédito. Los datos de enero y febrero han de interpretarse con cautela, debido a la fluctuación en la fecha del Año Nuevo chino, que en 2014 cayó el 31 de enero. Además, por la festividad del Año Nuevo, varios indicadores de actividad, como los de inversión en activos fijos y producción industrial, no se publican en febrero.

Las presiones inflacionistas fueron moderadas en enero; la tasa de variación interanual del IPC se ha mantenido estable, mientras que la inflación medida por el IPRI se redujo ligeramente y siguió siendo negativa. Los tipos de interés del mercado monetario correspondientes a los vencimientos de corto plazo descendieron en febrero, posiblemente como consecuencia del mayor acceso de las entidades de crédito a las facilidades de liquidez del Banco Central de la República Popular China, así como del mayor nivel de liquidez disponible a través de las operaciones de mercado abierto durante el período correspondiente al Año Nuevo Chino. Para evitar episodios de volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario como los registrados en 2013, la Comisión de Regulación Bancaria de China reforzó las normas en materia de liquidez a finales de febrero de 2014. A comienzos de marzo el Gobierno de la República Popular China estableció un objetivo de crecimiento del 7,5 % para 2014, el mismo que el fijado para el año pasado. Tampoco ha variado el objetivo de inflación, que se mantiene en el 3,5 %. Los pequeños cambios observados en otros objetivos confirman las intenciones del Gobierno de reequilibrar la economía, aunque de manera gradual.

En 2013, el crecimiento del PIB real en otras grandes economías asiáticas se mantuvo por debajo de las medias de largo plazo. Distintos indicadores sugieren que la atonía del ritmo de crecimiento se mantendrá en la primera mitad de 2014, aunque tanto India como Indonesia —dos países afectados por la volatilidad de los mercados financieros en 2013— evitaron la peor parte de las turbulencias financieras a principios de 2014, debido posiblemente, en cierta medida, a la mejora de sus desequilibrios externos.

En India, el crecimiento del PIB real sigue siendo escaso. Tras repuntar en el tercer trimestre de 2013, se moderó hasta el 4,6 %, en tasa interanual, en el cuarto trimestre del año, como consecuencia del menor

crecimiento de la inversión y las exportaciones. La inflación, medida por los precios al por mayor siguió siendo elevada en el segundo semestre de 2013, reflejo, en parte, de la intensificación de las presiones inflacionistas por el debilitamiento de la rupia. Aunque la inflación se redujo en enero hasta el 5 % por los menores precios de los alimentos, siguió situándose por encima de la banda implícita establecida como objetivo por el banco central (4 %-4,5 % en el corto plazo). En enero de 2014, el Banco de Reserva de India elevó su tipo de interés oficial, mientras que la rupia se mantuvo relativamente estable, a pesar de la elevada volatilidad de los mercados financieros de algunas economías emergentes. En Indonesia, tras tres trimestres de crecimiento relativamente moderado, la actividad repuntó en el cuarto trimestre de 2013, debido, principalmente, al sólido comportamiento de las exportaciones, lo que también contribuyó a reducir el déficit por cuenta corriente por debajo del 2 % del PIB. Pese a las subidas de los tipos de interés en 175 puntos básicos en 2013, la inflación medida por el IPC se mantuvo notablemente por encima de la banda del 3,5 % al 5,5 % establecida como objetivo, situándose en el 7,8 % en febrero de 2014. En Corea, tras un crecimiento muy débil en 2012, la actividad se fortaleció gradualmente en 2013. El crecimiento del PIB real aumentó hasta el 3,9 %, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2013, como resultado del mayor crecimiento de las exportaciones. La inflación se mantuvo justamente por encima del 1 % en febrero de 2014, pero siguió situándose por debajo de la banda del 2 %-4 % establecida como objetivo por el Banco de Corea.

#### **ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA**

En el segundo semestre de 2013, la actividad económica en las economías exportadoras de petróleo siguió siendo robusta. Pese a las perturbaciones de oferta en algunos países, la estabilidad de los precios del crudo, la solidez del gasto público y el aumento de la actividad en el sector privado no petrolero continuaron respaldando el crecimiento. En los países árabes en transición, el crecimiento económico siguió siendo débil, pese a algunas señales de mejora de la estabilidad política. En el África subsahariana, se ha registrado un sólido crecimiento económico sostenido, a pesar de las dificultades derivadas del debilitamiento de los precios de las materias primas distintas del petróleo y de la volatilidad de los tipos de cambio. En Sudáfrica y Nigeria, que son las dos economías más grandes de esta región de África, los indicadores más recientes sugieren una mejora de la actividad económica. De cara al futuro, se espera un ligero repunte de la actividad en Oriente Medio y África a lo largo de este año, como consecuencia de la recuperación gradual de las economías avanzadas y de la demanda interna.

#### **AMÉRICA LATINA**

El crecimiento en América Latina sigue siendo lento y, en algunas de las principales economías, la actividad se ve afectada por restricciones de oferta en un contexto de limitado margen de maniobra para las políticas, una demanda externa menos favorable y unas condiciones financieras externas más estrictas. Tras un repunte moderado a comienzos de 2013, el crecimiento económico de la región perdió impulso en el segundo semestre del año, en la medida en que las restricciones de oferta internas afectaron de forma más intensa al crecimiento. Es probable que el crecimiento interanual del PIB real se haya reducido hasta el 2,7 % en 2013, desde el 3 % registrado en el año anterior. De cara al futuro, se prevé una ligera recuperación, respaldada por una mayor solidez de la demanda externa, aunque los obstáculos estructurales seguirán siendo un lastre para el crecimiento en los principales países en el contexto de un entorno financiero internacional más exigente.

En Brasil, el crecimiento intertrimestral del PIB registró cifras positivas en el último trimestre de 2013: 0,7 % frente al -0,5 % de los tres meses anteriores. Los principales factores determinantes de la recuperación fueron la demanda exterior neta y, en menor medida, la inversión, mientras que el consumo privado experimentó una desaceleración. Pese a la atonía de la actividad, la persistencia de las presiones inflacionistas obligó al banco central a continuar el ciclo de endurecimiento de la política monetaria iniciado

en abril de 2013, elevando el tipo oficial en otros 25 puntos básicos en febrero de 2014 hasta el 10,75 %. En México, el crecimiento del PIB real se redujo en el cuarto trimestre de 2013 hasta el 0,2 % en tasa intertrimestral, desde el 0,9 % registrado en el trimestre anterior. Por el lado de la oferta, el menor crecimiento reflejó un deterioro tanto en el sector industrial como en el sector servicios, que solo se compensó en parte con unos resultados algo más favorables en el sector agrícola. En Argentina, los crecientes desequilibrios internos arrastraron el crecimiento del PIB a una contracción en la segunda mitad de 2013, tras el sólido crecimiento registrado en el primer semestre del año.

#### 1.4 TIPOS DE CAMBIO

Desde comienzos de diciembre de 2013 hasta el 5 de marzo de 2014, el euro se apreció en general frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. Durante ese período, los movimientos de los tipos de cambio guardaron relación, en gran medida, con la evolución de las expectativas respecto a la futura 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 5 de marzo de 2014, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro se situaba un 0,9 % por encima del nivel registrado a comienzos de diciembre y un 3,7 % por encima del observado un año antes (véanse gráfico 4 y cuadro 3).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha apreciado frente al dólar estadounidense (un 1,4 %) y frente al yen japonés (un 1,1 %), pero se ha depreciado frente a la libra esterlina (un 0,5 %). La creciente volatilidad de las monedas de las economías emergentes durante este período ha afectado notablemente al peso argentino y, en menor medida, a la lira turca, al rublo ruso y al rand sudafricano, que se debilitaron considerablemente frente al euro. Las monedas de las economías emergentes de Asia y las de los países exportadores de materias primas también se depreciaron frente al euro, pero mostraron, en general, una mayor capacidad de resistencia. En lo que respecta a las monedas de otros estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la moneda única se apreció frente al forint

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

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

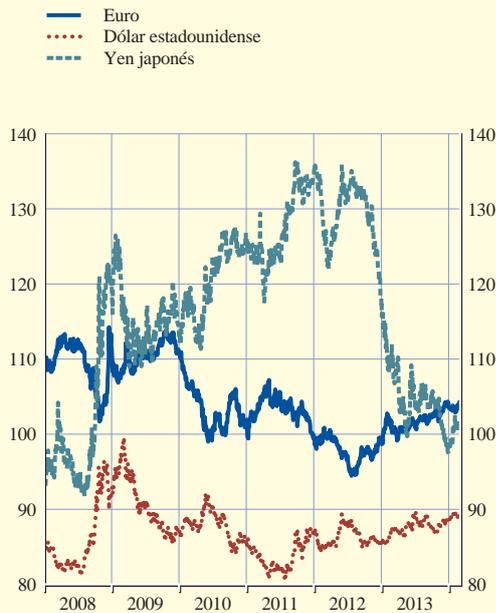
	Ponderación en el tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20)	Variación del tipo de cambio efectivo del euro a 5 de marzo de 2014 con respecto al	
		2 de diciembre de 2013	5 de marzo de 2013
TCE-20		0,9	3,7
Renminbi chino	18,7	2,0	3,8
Dólar estadounidense	16,8	1,4	5,4
Libra esterlina	14,8	-0,5	-4,4
Yen japonés	7,2	1,1	15,9
Franco suizo	6,4	-1,1	-0,7
Zloty polaco	6,2	-0,3	1,2
Corona checa	5,0	-0,2	6,7
Corona sueca	4,7	-0,4	6,2
Won coreano	3,9	2,7	3,7
Forint húngaro	3,2	2,4	3,6
Corona danesa	2,6	0,0	0,1
Leu rumano	2,0	1,7	3,4
Kuna croata	0,6	0,3	0,8

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.

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

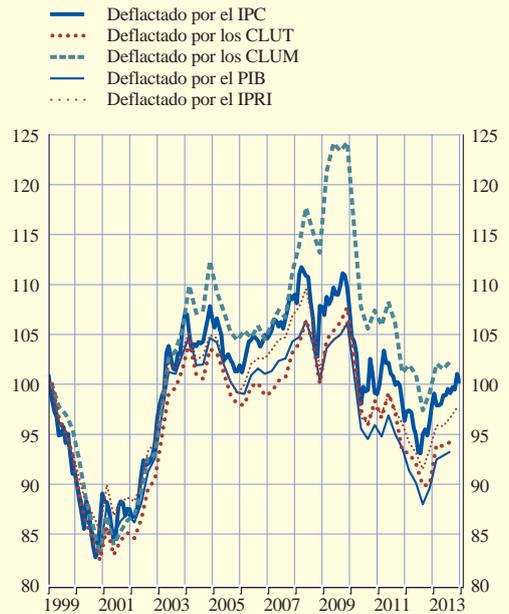
(datos diarios; índice: I 1999 = 100)



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

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

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



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

húngaro (un 2,4%), el leu rumano (un 1,7%) y la kuna croata (un 0,3%). En cambio, se depreció ligeramente frente a la corona checa (un 0,2%), el zloty polaco (un 0,3%) y la corona sueca (un 0,4%). La litas lituana y la corona danesa, que participan en el MTC II, se mantuvieron en general estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en niveles próximos a dichas paridades.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en febrero de 2014, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo se situaba un 1,4% por encima del nivel registrado un año antes (véase gráfico 5). Esta evolución refleja, en gran medida, la apreciación nominal del euro desde entonces, que solo se contrarrestó parcialmente con una menor tasa de inflación de los precios de consumo en la zona del euro en comparación con sus principales socios comerciales.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La información disponible para el cuarto trimestre de 2013 y enero de 2014 confirma la debilidad subyacente del crecimiento monetario y crediticio, que estuvo determinada por la frágil dinámica de la demanda y por las necesidades de desapalancamiento del sector financiero. El crecimiento interanual del agregado monetario amplio registró una moderación adicional al final del cuarto trimestre, antes de estabilizarse en enero. El lento ritmo de creación de dinero por parte del sector bancario de la zona del euro continuó pesando sobre el crecimiento de M3 en el último trimestre y en enero. En cambio, los flujos de entrada de capital en la zona del euro sustentaron en cierta medida el crecimiento de este agregado. La evolución de M3 siguió reflejando una menor preferencia por la liquidez monetaria en la zona del euro, ya que los tenedores de dinero buscaron la rentabilidad en los activos no monetarios. El crédito al sector privado no financiero se contrajo nuevamente, con un débil crecimiento de los préstamos a hogares y amortizaciones netas de préstamos a sociedades no financieras. Las significativas entradas de capital y el superávit por cuenta corriente de la zona del euro contribuyeron a que volviera a aumentar la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM. Además, parece que al final del ejercicio algunas posiciones de balance de las IFM se vieron afectadas por las estrategias a corto plazo adoptadas por las entidades de crédito ante la evaluación global de sus balances.

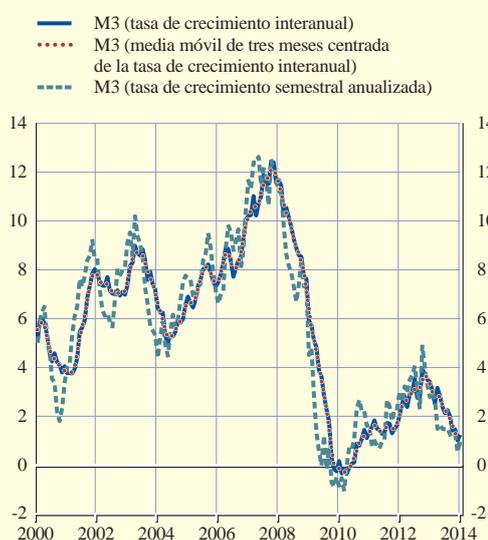
El crecimiento interanual de M3 registró una moderación adicional al final del cuarto trimestre de 2013, antes de estabilizarse a principios de 2014. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 1,2% en enero, frente al 1,5% del cuarto trimestre y el 2,2% del tercero (véanse gráfico 6 y cuadro 4). La evolución del agregado monetario amplio M3 siguió reflejando desplazamientos de cartera hacia M1 (que continuó siendo el componente que más contribuyó al crecimiento total de M3).

La evolución más reciente de M3 refleja la menor preferencia de los tenedores de dinero por la liquidez monetaria, ya que su motor principal es la búsqueda de rentabilidad. Por una parte, los tenedores de dinero prefieren mantener depósitos a la vista muy líquidos que otros depósitos a corto plazo e instrumentos negociables (lo que se refleja en el sólido crecimiento interanual de M1). Por otra parte, consideraciones de rentabilidad/riesgo han llevado a los inversores a desplazar parte de sus activos hacia instrumentos menos líquidos y mejor remunerados no incluidos en M3, como los fondos de inversión.

Los préstamos al sector privado no financiero volvieron a contraerse en el cuarto trimestre y en enero, aunque a un ritmo más lento. La amortización neta de préstamos concedidos a las sociedades no financieras y la atonía del crédito a los hogares reflejaron una combinación de factores, como la persistente debilidad de la situación económica, la necesidad de desapalancamiento tras los excesos del pasado y, en el caso de algunos países de la zona del euro, las restricciones de crédito. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2014 confirmaron los

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

#### Cuadro 4 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldos vivos en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV	2013 Dic	2014 Ene
<b>M1</b>	<b>55,1</b>	<b>6,7</b>	<b>8,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,2</b>
Efectivo en circulación	9,2	1,7	2,7	2,6	4,1	5,3	5,8
Depósitos a la vista	45,9	7,8	9,2	7,9	6,9	5,8	6,3
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,3	1,2	0,2	0,2	-1,2	-1,7	-2,6
Depósitos a plazo hasta dos años	16,9	-3,8	-5,8	-5,0	-6,3	-6,1	-7,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,4	6,0	5,8	5,0	3,3	2,1	1,5
<b>M2</b>	<b>93,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	6,6	-8,5	-14,9	-17,2	-17,1	-16,2	-12,8
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,7</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		4,3	3,3	2,0	0,1	-0,7	0,2
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,8	-2,6	-6,0	-6,7	-6,3	-4,9
Crédito al sector privado		-1,0	-1,0	-1,2	-1,6	-2,4	-2,2
Préstamos al sector privado		-0,8	-1,1	-1,9	-2,2	-2,3	-2,2
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones <sup>2)</sup>		-0,4	-0,6	-1,4	-1,8	-2,0	-2,0
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>-5,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,3</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.

indicios de estabilización de las condiciones de concesión de crédito a empresas y hogares, mientras que la demanda de préstamos al sector privado no financiero continúa siendo frágil actualmente. Al mismo tiempo, los préstamos a las Administraciones Públicas registraron descensos adicionales en el cuarto trimestre y en enero.

Los nuevos aumentos de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM continuaron respaldando el crecimiento de M3. Al mismo tiempo, los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM volvieron a registrar salidas en el cuarto trimestre y en enero. Adoptando una perspectiva más general, el redimensionamiento de las IFM de la zona del euro se aceleró ante la evaluación global por parte del BCE de los balances de las entidades de crédito y supuso reducir los activos totales de las IFM en los doce últimos meses por un valor total de más de 2 billones de euros. Al mismo tiempo, los datos correspondientes a enero mostraron una cierta inversión de la dinámica de meses anteriores, lo que sugiere que las entidades de crédito ajustaron algunas de sus posiciones de balance solo de forma temporal.

En conjunto, la evolución monetaria del período transcurrido hasta enero de 2014 confirma la persistente debilidad del crecimiento monetario de la zona del euro, que se debió, en particular, a la disminución del crédito concedido por las IFM al sector privado en un entorno caracterizado por bajos tipos de interés y un lento crecimiento.

#### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La nueva caída de la tasa de crecimiento interanual de M3 refleja la contribución negativa de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1). Al mismo tiempo, las

entradas observadas en M3 en el cuarto trimestre y en enero volvieron a estar impulsadas principalmente por la evolución de los instrumentos monetarios líquidos incluidos en M1 (véase gráfico 7). Los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) continuaron registrando cuantiosas salidas.

En cuanto a los principales componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó una ligera moderación y se situó en el 6,4% en el cuarto trimestre y en el 6,2% en enero, frente al 6,9% del tercer trimestre (véase cuadro 4). La desaceleración del cuarto trimestre fue consecuencia de las menores entradas de fondos en depósitos a la vista, que fueron algo inferiores a las registradas en trimestres anteriores.

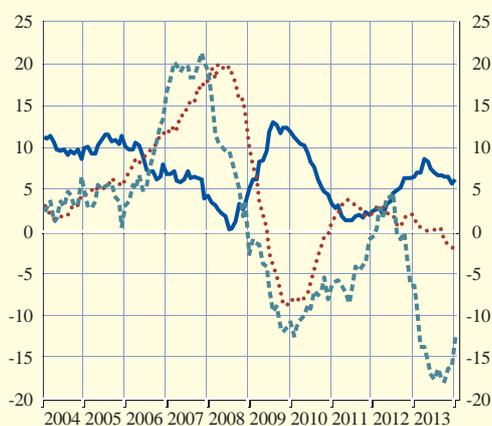
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen todos los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, disminuyó hasta el 3,1% en el cuarto trimestre, frente al 4% del tercero, antes de registrar una caída adicional y situarse en el 1,9% en enero (véase gráfico 8). Los hogares continuaron siendo los que más contribuyeron a dicha tasa de crecimiento. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras mantuvo su fuerza y alcanzó el 8,3% en el cuarto trimestre y el 7,7% en enero. Es probable que el sólido crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras refleje la preferencia de este sector por mantener un amplio porcentaje de sus beneficios en activos líquidos y que sea una importante contrapartida de las significativas entradas de capital en la zona del euro. Analizando la dispersión geográfica de los flujos de fondos registrados en los depósitos de M3, parece que el fortalecimiento de la base de depósitos observado en los países sometidos a tensiones en los últimos meses ha perdido vigor, con unas tasas de crecimiento que se estabilizan, en consonancia con la moderación registrada para el conjunto de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista cayó hasta el -1,2% en el cuarto trimestre y el -2,6% en enero, frente al 0,2% del tercer trimestre. Los depósitos

**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.

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

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

- Sociedades no financieras
- Hogares
- - - Intermediarios financieros
- Total



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

a plazo hasta dos años registraron cuantiosas salidas de fondos en el cuarto trimestre (que se plasmaron en una tasa de crecimiento interanual del  $-6,3\%$ ), mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) también se redujo, situándose en el  $3,3\%$  en el cuarto trimestre. Tanto los depósitos a plazo hasta dos años como los depósitos de ahorro a corto plazo volvieron a contabilizar salidas en enero. La evolución de estos tipos de inversión obedece principalmente a su limitada rentabilidad en relación con otros instrumentos de inversión. Mientras que los rendimientos de las carteras de renta fija disminuyeron ligeramente en 2013, los de las acciones y otras participaciones fueron muy significativos (véanse secciones 2.4 y 2.5).

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables se situó en el  $-17,1\%$  en el cuarto trimestre, casi sin variación con respecto al tercer trimestre, pero después experimentó una ligera recuperación y se situó en el  $-12,8\%$  en enero. En el cuarto trimestre, el sector tenedor de dinero redujo sustancialmente sus tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (esto es, con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM, cuya tasa de crecimiento interanual se estabilizó en niveles muy bajos (el  $-33,7\%$  en el cuarto trimestre y el  $-33,9\%$  en enero, frente al  $-36,1\%$  del tercer trimestre). Las participaciones en fondos del mercado monetario y las cesiones temporales también descendieron significativamente. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario se situó en el  $-12,1\%$  en el cuarto trimestre y en el  $-6,4\%$  en enero, frente al  $-10,9\%$  del tercer trimestre. La tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales fue del  $-11,2\%$  en el cuarto trimestre y del  $-9,1\%$  en enero, frente al  $-10,2\%$  del tercer trimestre. Las continuas salidas observadas en los fondos del mercado monetario se debieron, probablemente, a la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, que siguieron reasignando sus fondos hacia otros tipos de inversión con mejores perspectivas de remuneración, ya que los niveles tan reducidos de los tipos de interés están influyendo en el atractivo de 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, frente a la financiación en los mercados, 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.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM volvió a aumentar con fuerza. Las significativas entradas de capital observadas en los últimos trimestres son consecuencia de la mejora de la confianza en la zona del euro y de una actitud más cautelosa de los inversores hacia las economías emergentes. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro continuó contrayéndose.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado volvió a caer y se situó en el  $-1,6\%$  en el cuarto trimestre y en el  $-2,2\%$  en enero, frente al  $-1,2\%$  del tercer trimestre. Esta evolución se debió, en parte, a las ventas de valores del sector privado (tanto de renta fija como variable) por parte de las IFM hacia el final de 2013. Por tanto, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones disminuyó hasta el  $-4\%$  en enero, desde el  $1\%$  del tercer trimestre y el  $0,5\%$  del cuarto. Además, la tasa de crecimiento interanual positiva de las acciones y otras participaciones siguió una trayectoria descendente y se situó en el  $0,9\%$  en enero y en el  $3,4\%$  en el cuarto trimestre, frente al  $5,8\%$  del tercero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se situó en el  $-2,2\%$  en el cuarto trimestre y en enero, lo que representa una caída con respecto al  $-1,9\%$  del tercer trimestre.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustados de ventas y titulaciones) cayó al -2% en enero, desde el -1,8% del cuarto trimestre y el -1,4% del tercero (véase cuadro 4). Desde una perspectiva sectorial, los préstamos a hogares registraron un crecimiento positivo limitado en el cuarto trimestre, que fue contrarrestado por el crecimiento negativo de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios. Estas tendencias sectoriales continuaron en enero.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulaciones) permaneció estable recientemente. Se situó en el 0,2% en enero, una tasa bastante similar a las observadas desde el segundo trimestre de 2013 (para más detalles, véase la sección 2.7). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en el -2,9% en enero, también prácticamente sin cambios con respecto a las tasas registradas en el tercer y cuarto trimestre.

Adoptando una perspectiva más general, la debilidad del crédito bancario continúa reflejando factores de oferta y de demanda. Las condiciones de oferta del crédito siguieron siendo restrictivas en algunos países. 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). De acuerdo con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2014, el porcentaje neto de entidades que indicó que se había producido un endurecimiento de los criterios de

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

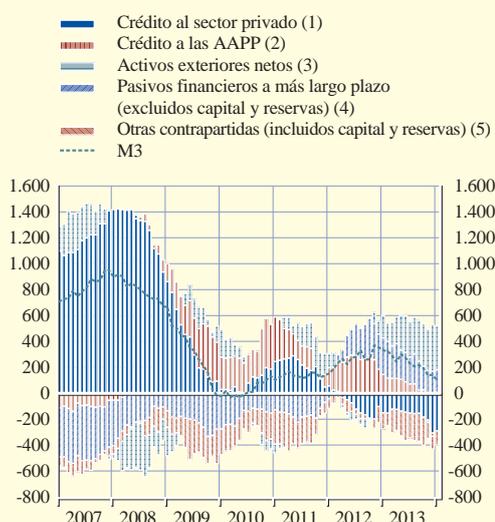
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

**Gráfico 10 Contrapartidas de M3**

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



Fuente: BCE.

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

concesión de crédito continuó descendiendo progresivamente, situándose en el 2 %, al tiempo que las entidades de crédito esperaban un aumento de la demanda de todas las categorías de préstamo en el primer trimestre de 2014.

El crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas solo tuvo un impacto reducido en el crecimiento monetario en 2013. Su tasa de crecimiento interanual cayó hasta el 0,1 % en el cuarto trimestre, frente al 2 % del tercero, y después aumentó ligeramente, hasta situarse en el 0,2 % en enero. El debilitamiento observado en el cuarto trimestre se debió en gran parte a las ventas netas de valores, aunque la tasa de crecimiento interanual continuó siendo positiva. Las IFM de algunos países se desprendieron de deuda pública en el cuarto trimestre, ante la evaluación global por parte del BCE de los balances de las entidades de crédito.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) aumentó hasta el -3,6 % en el cuarto trimestre y el -3,4 % en enero, frente al -4,2 % del tercer trimestre (véase gráfico 9). La contracción observada en los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM continúa reflejando las menores necesidades de financiación de este sector, en un contexto de desapalancamiento y de cambio hacia la financiación mediante depósitos, que incentiva la regulación vigente. No obstante, los hogares de algunos países han seguido desplazando fondos hacia los depósitos a largo plazo.

Los activos exteriores netos aumentaron 19 mm de euros en enero, aunque este flujo mensual fue menor que la media intermensual del cuarto trimestre. En los doce meses transcurridos hasta enero, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro se incrementó en 340 mm de euros. En el cuarto trimestre se observaron entradas intertrimestrales por valor de 155 mm de euros (las más significativas de 2013), frente a las entradas de 62 mm de euros registradas en el tercer trimestre (véase gráfico 10). La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro recoge los flujos de capital del sector tenedor de dinero cuando los fondos se canalizan a través de las IFM, así como las transferencias de activos emitidos por el sector tenedor de dinero (véase recuadro 2).

#### Recuadro 2

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

En este recuadro se analiza la evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro en 2013. Las salidas netas registradas en el saldo agregado de la cuenta financiera de la zona del euro aumentaron en 2013 en comparación con 2012, como consecuencia del descenso de las entradas netas registradas en el saldo total de inversiones directas y de cartera y del fuerte ascenso de las salidas netas generadas por otras inversiones (véase cuadro). Desde que, en septiembre de 2012, el Consejo de Gobierno del BCE anunció las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC), la situación en los mercados financieros continuó mejorando en 2013 y los inversores extranjeros incrementaron sustancialmente su exposición en acciones y participaciones y en valores de renta fija de la zona del euro durante el año. Sin embargo, estas entradas de fondos en inversiones de cartera se contrarrestaron con creces con las salidas netas contabilizadas en otras inversiones, por valor de 281 mm de euros, que contribuyeron al aumento de los activos exteriores netos de las IFM de la zona del euro en un contexto de avance del superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona.

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

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	Cifras acumuladas de tres meses						Cifras acumuladas de doce meses					
	2013			2012			2012			2013		
	Septiembre		Diciembre	Diciembre		Diciembre	Diciembre		Diciembre	Diciembre		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>			-58,3			-104,3			-140,9			-246,5
Total de inversiones directas y de cartera												
Inversiones directas	-95,2	71,3	-23,9	-80,9	126,2	45,3	-516,2	585,0	68,8	-421,1	446,6	25,5
Inversiones de cartera	-31,8	4,0	-27,8	-47,8	38,5	-9,4	-329,9	326,3	-3,6	-198,3	81,6	-116,7
Inversiones de cartera	-63,4	67,3	3,9	-33,1	87,8	54,7	-186,4	258,7	72,3	-222,7	365,0	142,2
Acciones y participaciones	-42,9	45,4	2,5	-17,0	60,4	43,4	-57,6	144,1	86,5	-136,5	247,1	110,6
Valores de renta fija	-20,5	21,9	1,4	-16,1	27,3	11,3	-128,8	114,6	-14,2	-86,3	117,9	31,6
Bonos y obligaciones	-18,3	-17,1	-35,4	-7,0	80,0	72,9	-126,5	119,3	-7,2	-68,6	95,4	26,8
Instrumentos del mercado monetario	-2,2	39,0	36,8	-9,0	-52,6	-61,6	-2,3	-4,7	-7,0	-17,7	22,5	4,8
Otras inversiones	108,9	-146,0	-37,1	-0,3	-149,1	-149,5	4,8	-204,0	-199,2	117,1	-398,3	-281,2
<i>De las cuales: IFM</i>												
Inversiones directas	-2,6	1,7	-0,9	-4,1	3,1	-1,0	2,0	8,3	10,2	-8,7	10,0	1,3
Inversiones de cartera	-11,6	13,1	1,5	-8,9	-10,2	-19,1	53,9	-68,2	-14,3	-13,2	-32,6	-45,7
Acciones y participaciones	-16,4	11,5	-4,9	-7,4	-1,5	-8,9	-3,0	-18,1	-21,1	-41,3	-16,4	-57,7
Valores de renta fija	4,8	1,6	6,4	-1,6	-8,7	-10,3	56,9	-50,1	6,8	28,2	-16,2	12,0
Otras inversiones	65,7	-117,8	-52,1	26,5	-144,7	-118,2	117,2	-215,5	-98,4	86,0	-410,4	-324,3

Fuente: BCE.

Nota: Las sumas pueden no coincidir debido al redondeo.

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

La contracción del agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro en 2013 reflejó un aumento de las salidas netas de inversiones directas, que compensó ampliamente el incremento de las entradas netas registradas en las inversiones de cartera. Desde el anuncio de las OMC, los inversores extranjeros han incrementado considerablemente sus compras de acciones y participaciones y de valores de renta fija emitidos por instituciones distintas de IFM de la zona del euro. En algunos momentos del segundo y del cuarto trimestres de 2013, las compras netas de instrumentos de capital por parte de inversores extranjeros fueron bastante elevadas, lo que pudo estar relacionado con la incertidumbre de los inversores acerca de la moderación del ritmo de relajación cuantitativa en Estados Unidos. Los inversores de la zona del euro también incrementaron sus adquisiciones de valores extranjeros, aunque en menor medida, siendo el principal motor las compras de acciones y participaciones extranjeras por parte tanto de IFM como de instituciones distintas de IFM de la zona del euro. Estas adquisiciones compensaron sobradamente el moderado descenso de las compras de valores de renta fija extranjeros en comparación con el período de doce meses anterior, ya que las instituciones distintas de IFM de la zona del euro redujeron ligeramente sus compras de valores de renta fija y las IFM de la zona redujeron sus ventas netas de estos valores.

Las salidas netas de la partida de otras inversiones reflejaron, principalmente, el hecho de que los no residentes continuaron moderando su exposición a los depósitos y préstamos de las IFM de la zona del euro (especialmente aquellos a plazos cortos). Esto se compensó parcialmente con una disminución de los depósitos y préstamos extranjeros de las instituciones distintas de IFM de la zona. La estructura de vencimientos de otros activos de inversión extranjeros en poder de las IFM de la zona del euro cambió considerablemente a lo largo de 2013, pues las tenencias de activos a largo plazo descendieron. Al mismo tiempo, las IFM de la zona pasaron de ser vendedoras netas de otros activos de inversión a corto plazo en 2012 a ser compradoras netas de estos activos en 2013. En el período de doce meses transcurrido hasta diciembre de 2013, el incremento de la posición acreedora neta de las IFM de la

zona del euro frente al exterior tuvo un impacto positivo sobre la liquidez de la zona y se reflejó, en parte, en la evolución del agregado monetario amplio M3. Como puede observarse en la presentación monetaria de la balanza de pagos, el aumento de la posición acreedora neta de las IFM frente al exterior durante este período tuvo su origen, principalmente, en las transacciones del sector de instituciones distintas de IFM relacionadas con el superávit por cuenta corriente de la zona del euro, así como en las entradas netas de fondos en forma de inversiones de cartera.

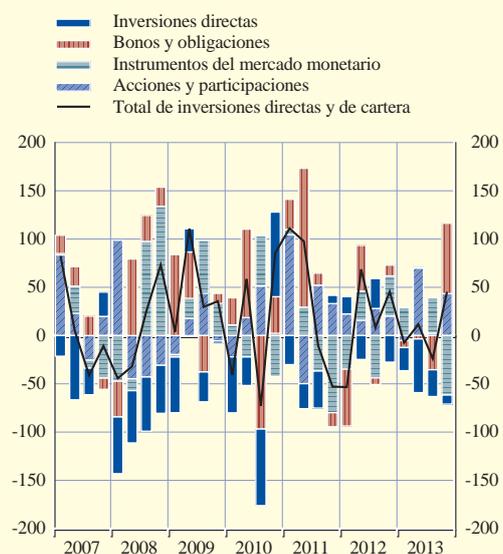
En cuanto al último trimestre de 2013, mientras que otras inversiones continuaron generando salidas netas, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas de fondos por importe de 45 mm de euros, frente a las salidas netas por valor de 24 mm de euros contabilizadas en el tercer trimestre de 2013 (véase gráfico). Las entradas netas en forma de inversiones de cartera aumentaron en el cuarto trimestre en comparación con el tercero, y las salidas netas de inversiones directas disminuyeron. En lo que respecta a las inversiones de cartera, los inversores de la zona del euro redujeron sus compras de valores extranjeros, tanto de renta fija como variable, en el cuarto trimestre, mientras que los inversores extranjeros adquirieron más acciones y participaciones y valores de renta fija de la zona que en el tercer trimestre.

En el cuarto trimestre de 2013, aunque las compras netas de bonos y obligaciones extranjeros por parte del sector de instituciones distintas de IFM de la zona del euro se redujeron en comparación con el trimestre anterior, esta reducción se compensó en parte con la menor exposición de las IFM de la zona a estos instrumentos extranjeros. Tanto las IFM como las instituciones distintas de IFM de la zona del euro continuaron siendo compradoras netas de acciones y participaciones extranjeras en el cuarto trimestre de 2013, pero en menor medida que en el trimestre anterior. Las IFM de la zona del euro fueron vendedoras netas de otros activos de inversión extranjeros en el cuarto trimestre de 2013, aunque en menor grado que en el tercero.

Los no residentes en la zona del euro siguieron siendo compradores netos de acciones y participaciones emitidas por instituciones distintas de IFM de la zona del euro, mientras que las adquisiciones netas de acciones y participaciones emitidas por IFM residentes por parte de inversores extranjeros fueron ligeramente negativas. Al mismo tiempo, los inversores extranjeros también realizaron adquisiciones netas de bonos y obligaciones de la zona, pero redujeron su exposición en instrumentos del mercado monetario de la zona del euro emitidos por IFM. En términos netos, los inversores extranjeros adquirieron más bonos y obligaciones emitidos por instituciones distintas de IFM de la zona del euro que en el trimestre anterior. Estas instituciones continuaron siendo vendedoras netas de instrumentos del mercado monetario extranjeros en el cuarto trimestre de 2013, mientras que los inversores extranjeros se convirtieron en vendedores netos de instrumentos del mercado monetario de la zona. Como consecuencia, en el cuarto trimestre

### Principales partidas de la cuenta financiera

(mm de euros; flujos netos trimestrales)



Fuente: BCE.

se registraron salidas netas de fondos en instrumentos del mercado monetario. Sin embargo, el total de inversiones directas y de cartera registró entradas netas, ya que las salidas netas de instrumentos del mercado monetario fueron compensadas con entradas netas de acciones y participaciones y de bonos y obligaciones, mientras que las salidas netas generadas por las inversiones directas disminuyeron. Las entradas netas registradas en las inversiones de cartera del sector de instituciones distintas de IFM de la zona del euro y las transacciones del sector tenedor de dinero asociadas al superávit por cuenta corriente de la zona tuvieron un impacto positivo en los activos exteriores netos de las IFM de la zona del euro, que siguieron aumentando en el cuarto trimestre de 2013.

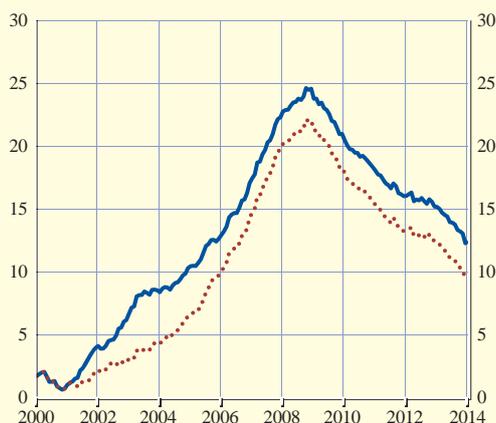
### VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

La evolución observada en M3 en el tercer y cuarto trimestre de 2013 y en enero de 2014 se tradujo 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 reabsorbido una cantidad significativa del exceso de liquidez que se acumuló antes de la crisis y que la situación de liquidez en la economía de la zona del euro está ahora más equilibrada que en el pasado. No obstante, estos indicadores deben interpretarse con cautela, ya que la evaluación de los saldos monetarios de equilibrio conlleva una incertidumbre considerable.

**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.

En conjunto, el crecimiento monetario y crediticio subyacente siguió siendo tenue en el cuarto trimestre de 2013 y en enero de 2014. El crecimiento de M3 registró una nueva moderación debido al escaso dinamismo del crédito en la zona del euro y a la menor preferencia por la liquidez monetaria. El frágil crecimiento del crédito al sector privado continuó reflejando, principalmente, factores de demanda de carácter cíclico y estructural y, en menor medida, condiciones de oferta más restrictivas en algunos países. El redimensionamiento de las tenencias de activos de las IFM se aceleró ante la evaluación global por parte del BCE, mientras que la contrapartida que más favoreció el crecimiento monetario siguieron siendo los continuos flujos de entrada de capital en 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 hasta el 1,9% en el tercer trimestre de 2013, manteniendo la tendencia a la baja observada desde principios de 2011, como consecuencia de la frágil situación económica y de la débil evolución de la renta disponible. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones permaneció sin variación en el 3,1% en el mismo trimestre. Mientras tanto, las entradas registradas en los fondos de inversión aumentaron en el cuarto trimestre con respecto al tercero. Las entradas en los fondos de renta variable y en los fondos mixtos continuaron siendo significativas, en un entorno caracterizado por una búsqueda de rentabilidad y por un fuerte apetito por el riesgo.

### SECTORES NO FINANCIEROS

En el tercer trimestre de 2013 (el más reciente para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas integradas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó ligeramente hasta el 1,9%, frente al 2% del segundo trimestre (véase cuadro 5).

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

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual									
		2011	2011	2011	2012	2012	2012	2012	2013	2013	2013
		II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
<b>Inversión financiera</b>	<b>100</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>
Efectivo y depósitos	24	4,0	3,5	3,1	4,1	3,5	3,7	3,6	2,7	3,1	2,9
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	5	6,9	7,8	3,0	2,0	1,5	0,3	-4,4	-7,0	-7,9	-8,1
De los cuales: A corto plazo	0	6,8	1,7	20,4	17,6	20,3	20,4	-3,5	-18,2	-25,5	-30,0
De los cuales: A largo plazo	5	6,9	8,4	1,7	0,8	0,1	-1,2	-4,4	-5,9	-6,3	-6,1
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	30	2,9	2,6	2,8	3,0	2,7	2,4	2,0	2,3	1,6	1,7
De las cuales: Acciones cotizadas	5	0,8	2,6	1,9	2,5	3,0	0,7	0,4	0,7	1,3	0,9
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	25	3,4	2,6	3,0	3,1	2,7	2,7	2,3	2,6	1,6	1,9
Participaciones en fondos de inversión	5	-3,1	-4,8	-5,3	-4,1	-3,3	-1,7	0,1	2,7	2,4	2,3
Reservas técnicas de seguro	16	3,1	2,6	2,0	1,8	1,8	1,9	2,3	2,6	2,7	2,8
Otros <sup>2)</sup>	21	5,1	5,1	3,9	2,9	2,4	2,2	3,9	4,3	3,1	2,8
M3 <sup>3)</sup>		1,3	1,7	1,6	2,8	3,0	2,8	3,5	2,5	2,4	2,0

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.

Con esta evolución se mantuvo la tendencia a la baja observada desde principios de 2011, como consecuencia de la frágil situación económica y de la débil evolución de la renta disponible. El detalle por instrumento financiero muestra que las tasas de crecimiento del efectivo y depósitos, de los valores distintos de acciones y de las participaciones en fondos de inversión se redujeron en el tercer trimestre de 2013, reducción que solo se vio compensada parcialmente por la inversión en acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) y en reservas técnicas de seguro.

El detalle por sectores (véase gráfico 13) pone de manifiesto que la acumulación de activos financieros por parte de los hogares se ralentizó ligeramente en el tercer trimestre, como consecuencia de la continua reducción del endeudamiento y del frágil crecimiento de la renta disponible. En el tercer trimestre de 2013, los hogares siguieron vendiendo valores distintos de acciones a una tasa interanual de dos dígitos, mientras que aumentaron sus adquisiciones de participaciones en fondos de inversión. Esto, unido al descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, sugiere una reestructuración de las carteras, en detrimento de las inversiones de menor rendimiento y a favor de los activos de mayor riesgo.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector de Administraciones Públicas también retrocedió nuevamente en el tercer trimestre, reflejando una acumulación más lenta de efectivo y depósitos, pero también un menor crecimiento de la inversión en préstamos y acciones. Por último, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras se incrementó en el tercer trimestre de 2013, hasta el 1,4% (desde el 1,1% del trimestre anterior), impulsada, principalmente, por el efectivo y depósitos y por la inversión en acciones no cotizadas y otras participaciones.

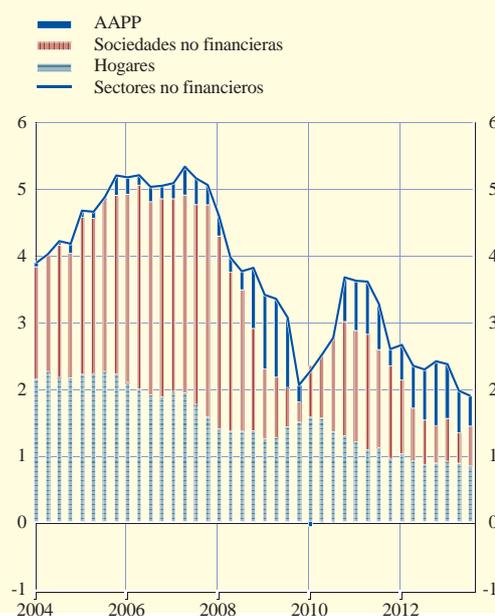
Para obtener información más detallada sobre la evolución de los flujos de financiación y de los balances del sector privado no financiero, véanse las secciones 2.6 y 2.7. En el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2013», publicado en la versión en inglés del Boletín Mensual de febrero de 2014, también se proporciona información sobre todos los sectores institucionales.

### INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones se situó en el 3,1% en el tercer trimestre de 2013 (el más reciente para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas integradas de la zona del euro), sin variación con respecto al trimestre anterior (véase gráfico 14). El detalle por instrumento financiero muestra que la contribución del efectivo y depósitos al crecimiento interanual de la inversión financiera total fue más negativa en el tercer trimestre de 2013, mientras que la contribución de los valores distintos de acciones y de los préstamos continuó siendo positiva, aunque disminuyó. Esta evolución se compensó con un incremento de la tasa de crecimiento de la inversión en acciones cotizadas y en participaciones en fondos de inversión.

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

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

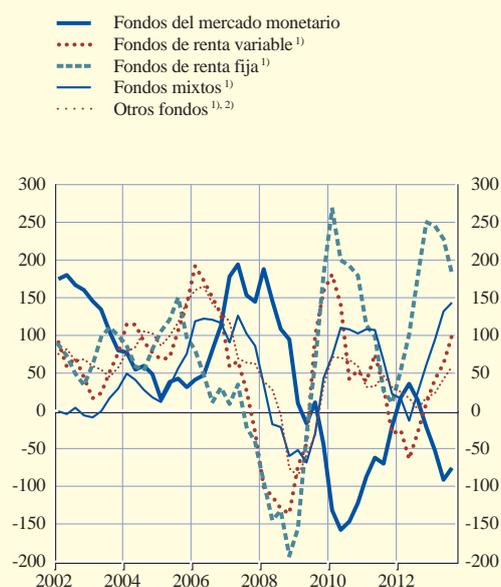
(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



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)



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 cuarto trimestre de 2013, revelan que los fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario registraron una entrada por valor de 107 mm de euros, que fue 6 mm de euros más elevada que la del trimestre anterior. En términos interanuales, la entrada neta ascendió a 466 mm de euros. El detalle de las operaciones del cuarto trimestre por tipo de activo de inversión confirmó que las entradas en los fondos de renta variable y los fondos mixtos siguieron representando el grueso de los nuevos flujos de inversión (72 mm de euros, frente a 76 mm de euros en el tercer trimestre de 2013). En comparación, las entradas registradas en los fondos de renta fija continuaron siendo relativamente tímidas (15 mm de euros, frente a 9 mm de euros en el tercer trimestre de 2013). En términos interanuales, siguieron aumentando las entradas en fondos mixtos y de renta variable, que se situaron en 149 mm de euros y 124 mm de euros, respectivamente. En cambio, las entradas en fondos de renta fija se redujeron, en términos interanuales, hasta los 121 mm de euros, frente a la cifra de 182 mm de euros registrada en el tercer trimestre de 2013 (véase gráfico 15).

En cuanto a los fondos del mercado monetario, como consecuencia de los bajos tipos de interés y de las escasas oportunidades de alta rentabilidad de este tipo de inversión, se mantuvo la tendencia de ventas netas que había comenzado en el último trimestre de 2009. En el cuarto trimestre de 2013, las ventas netas por parte de los inversores ascendieron a un total de 23 mm de euros, lo que hizo que el importe total de salidas en el conjunto de 2013 se elevara a alrededor de 80 mm de euros.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario a un día fueron algo volátiles en el período analizado. El eonia aumentó en diciembre, hasta situarse en el 0,45% al final del año, y se redujo a principios de enero. Posteriormente volvió a incrementarse y se situó por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE durante cuatro días a mediados de enero, antes de caer hasta el 0,16% el 5 de marzo. Sin embargo, esta evolución no se tradujo en aumentos del nivel o de la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario a más largo plazo.

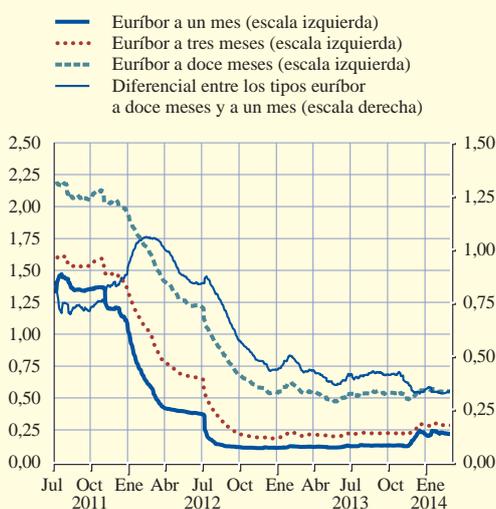
Los tipos de interés del mercado monetario a más de un día se mantuvieron prácticamente estables en general, tanto en los plazos más cortos como en los más largos, entre el 4 de diciembre de 2013 y el 5 de marzo de 2014. El 5 de marzo, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,22%, el 0,29%, el 0,38% y el 0,55%, respectivamente, es decir, entre 4 y 5 puntos básicos, aproximadamente, por encima de los niveles observados el 4 de diciembre. El diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, permaneció básicamente estable y el 5 de marzo se situó en 34 puntos básicos (véase gráfico 16).

El 5 de marzo, el tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,12%, prácticamente sin cambios con respecto al 4 de diciembre. Dado que el correspondiente euríbor aumentó 5 puntos básicos, el diferencial entre estos dos tipos se amplió marginalmente también. El eurepo a tres meses con garantías se situó en el 0,13% el 5 de marzo, 3 puntos básicos por encima del nivel registrado el 4 de diciembre (véase gráfico 17).

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2014 se situaron en el 0,27%, el 0,25%, el 0,25% y el 0,27%,

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

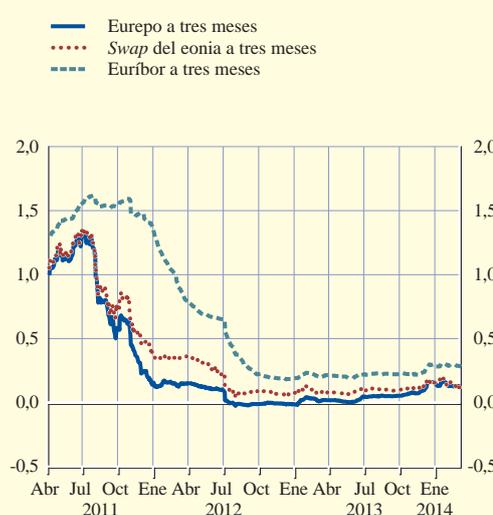
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



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)

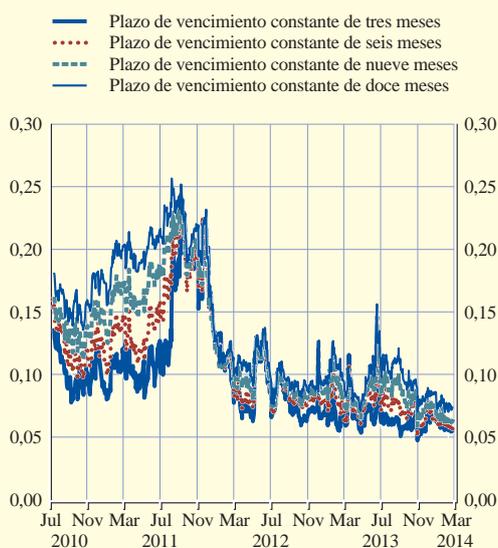


Fuente: Thomson Reuters.

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

**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.

respectivamente, el 5 de marzo, es decir, 2 puntos básicos por encima, y 2, 4 y 5 puntos básicos por debajo, respectivamente; de los niveles observados el 4 de diciembre (véase gráfico 18). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante de tres, seis, nueve y doce meses permanecieron básicamente estables en el período analizado (véase gráfico 19).

Si se considera el vencimiento a un día, el eonia aumentó en diciembre, hasta situarse en el 0,45% al final del año, y este aumento guardó relación, principalmente, con el incremento de la demanda de colchones de liquidez por motivo de precaución, que generó cierta presión al alza ante la proximidad del final de año y la disminución de los niveles de exceso de liquidez. Tras reducirse inicialmente a principios de año, el eonia volvió a repuntar, situándose por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE durante cuatro días a mediados de enero. Después retrocedió nuevamente y, el 5 de marzo, se situó en el 0,16% (véase gráfico 20).

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

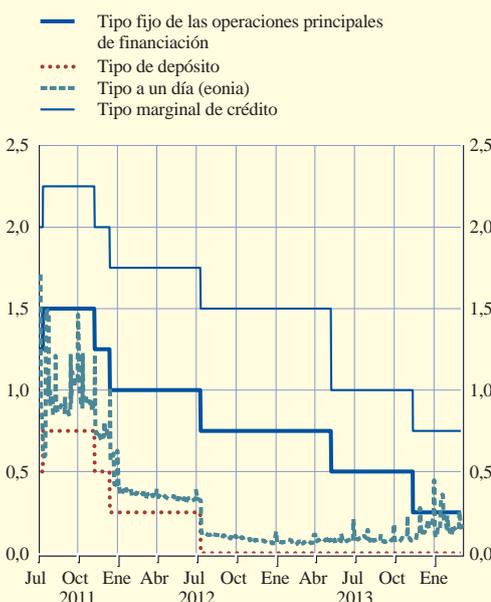
El BCE ejecutó asimismo operaciones semanales de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 0,25% en el duodécimo período de mantenimiento de reservas de 2013 y en el primer y segundo período de mantenimiento de

2014. En ocho de estas operaciones, el BCE absorbió un importe equivalente al saldo pendiente de las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores. Sin embargo, en tres operaciones ejecutadas durante el duodécimo período de mantenimiento de 2013 y dos operaciones del primer período de mantenimiento de 2014, el BCE absorbió un importe inferior a dicho saldo, en un contexto de mayor demanda de colchones de liquidez por motivo de precaución ante la proximidad del final de año y la disminución de los niveles de exceso de liquidez. Durante el segundo período de mantenimiento de 2014, el BCE absorbió de nuevo la totalidad de los 175,5 mm de euros pendientes en el marco del programa para los mercados de valores.

El período analizado se caracterizó por nuevos descensos del exceso de liquidez. La disminución observada en los niveles medios de exceso de liquidez durante el duodécimo período de mantenimiento de 2013 y los dos primeros períodos de mantenimiento de 2014 se debió, principalmente, al reembolso anticipado voluntario de una parte de la liquidez obtenida en las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años. Como consecuencia, el exceso de liquidez se situó en 168,8 mm de euros, en promedio, en estos tres períodos de mantenimiento, lo que supone un descenso con respecto a los 193,8 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El 5 de marzo, el exceso de liquidez se situó en 118,7 mm de euros. El recurso medio diario a la facilidad de depósito se cifró en 46,1 mm de euros, mientras que los saldos en cuenta corriente por encima de las reservas obligatorias se situaron en 122,9 mm de euros, en promedio, y el recurso medio a la facilidad marginal de crédito, en 0,3 mm de euros. Las entidades de contrapartida han reembolsado voluntariamente hasta ahora 462,7 mm de euros de los 1.018,7 mm de euros obtenidos en las dos OFPML a tres años.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

**Recuadro 3**

**SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 13 DE NOVIEMBRE DE 2013 Y EL 11 DE FEBRERO 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 diciembre de 2013, el 14 de enero de 2014 y el 11 de febrero de 2014, es decir, el undécimo y duodécimo períodos de mantenimiento de 2013 y el primer período de mantenimiento de 2014.

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 vigente en ese momento.

Además, las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres meses adjudicadas en el periodo analizado 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 OFPML se fijaron en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML. La reducción de los tipos de interés de las OPF y de la facilidad marginal de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 0,25 % y el 0,75 %, respectivamente, acordada por el Consejo de Gobierno del BCE el 7 de noviembre de 2013, no entró en vigor hasta el 13 de noviembre de 2013, es decir, al iniciarse el undécimo período de mantenimiento del año. El tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito se mantuvo sin cambios en el 0 % durante todo el período de referencia.

### Necesidades de liquidez

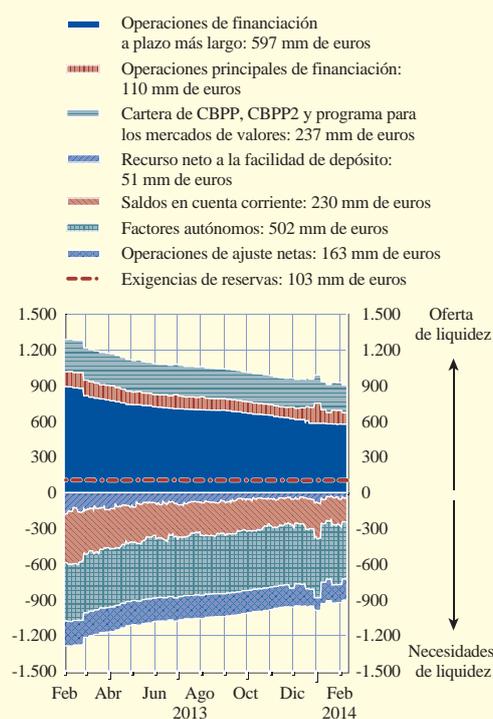
Durante el período de referencia, las necesidades diarias de liquidez agregadas del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, ascendieron en promedio a 605,2 mm de euros, lo que representa un aumento de 0,5 mm de euros con respecto a la media diaria del período considerado previamente (del 7 de agosto al 12 de noviembre de 2013). Las exigencias de reservas se redujeron desde una media de 104, 2 mm de euros en el periodo mencionado hasta una media de 103,4 mm de euros en el período analizado en el presente recuadro (véase gráfico A). Los factores autónomos se incrementaron ligeramente, desde una media de 500,5 mm de euros hasta una media de 501,8 mm de euros en el período de referencia.

Examinando las contribuciones individuales a la variación registrada en la media de los factores autónomos, se observa que los billetes en circulación aumentaron, en promedio, 16,4 mm de euros, pasando de una media de 919,8 mm de euros en el período de referencia anterior a una media de 936,2 mm de euros en el período de referencia actual. Este incremento refleja, en gran medida, un patrón estacional en la demanda de billetes, que alcanzó su máximo durante el período de Navidad.

Los billetes en circulación registraron un máximo en el duodécimo período de mantenimiento, alcanzando una media de 947,9 mm de euros, para reducirse después hasta una media de 931,8 mm de euros en el primer período de mantenimiento de 2014. El efecto de absorción de liquidez resultante del incremento de los billetes en circulación se compensó parcialmente con un aumento de los

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

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



Fuente: BCE.

activos netos denominados en euros de 13,5 mm de euros. Estos activos crecieron hasta una media de 447 mm de euros en el período de referencia actual, desde los 433,5 mm de euros registrados en el período de referencia anterior. Este incremento refleja, entre otros factores, una reducción de los depósitos denominados en euros mantenidos en el Eurosistema por bancos centrales extranjeros y tiene un efecto de provisión de liquidez. Los depósitos de las Administraciones Públicas se mantuvieron, en promedio, sin variación durante el período considerado, reduciéndose en 0,2 mm de euros, de una media de 74,1 mm de euros a 73,9 mm de euros. Este componente siguió mostrando también una fuerte volatilidad, ya que llegó a fluctuar 56,2 mm de euros durante el período considerado. Las variaciones de este componente tienen un impacto significativo en la volatilidad de los factores autónomos, mostrando un patrón regular de fluctuación dentro de un período de mantenimiento vinculado a actividades de recaudación de impuestos y pago de salarios, pensiones y prestaciones sociales. Sin embargo, normalmente tienen un efecto menor en el nivel tendencial medio de dichos factores.

Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas alcanzaron un promedio de 126,3 mm de euros durante el período considerado, lo que representa un descenso de 31,7 mm de euros en comparación con el período anterior. Este descenso es coherente con la tendencia a la baja observada en las exigencias de reservas desde comienzos de 2013. Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas continuaron reduciéndose, pasando de 141,1 mm de euros en el décimo período de mantenimiento de 2013 a 112,4 mm de euros en el primer período de mantenimiento de 2014.

No obstante, se observó un incremento transitorio de los saldos en cuenta corriente en el duodécimo período de mantenimiento, en el que los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las reservas obligatorias aumentaron de los 117 mm de euros registrados en el undécimo período de mantenimiento a 144,8 mm de euros, dado que las entidades de crédito intensificaron la demanda de reservas de liquidez por motivos de precaución para hacer frente a tensiones transitorias del mercado monetario relacionadas con el final del año.

### Oferta de liquidez

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto siguió reduciéndose, de 826,2 mm de euros durante el período considerado anteriormente a 782,1 mm de euros. Las operaciones de subasta<sup>1</sup> proporcionaron una media de 545,2 mm en forma de liquidez, lo que supone una reducción de 33 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior. La liquidez proporcionada a través de las OPF semanales se situó, en promedio, en 110,4 mm de euros, lo que representa un aumento de 15,7 mm de euros con respecto al período analizado previamente. Los importes adjudicados semanalmente fluctuaron en un rango de entre (un mínimo de) 86,9 mm de euros el 19 de noviembre de 2013 y 168,7 mm de euros el 30 de diciembre de 2013, ya que las entidades de crédito ajustaron su demanda en consonancia con la evolución de las condiciones de liquidez y la situación del mercado monetario.

Durante el período analizado, las OFPML con vencimiento a tres meses y las operaciones de financiación con plazo especial de un período de mantenimiento contribuyeron, en promedio, 31,5 mm de euros a la oferta de liquidez, es decir, 9,7 mm de euros más que en el período anterior. No obstante, el recurso medio a estas operaciones sigue siendo notablemente menor que a comienzos de 2013, cuando estas OFPML contribuyeron conjuntamente con un promedio de 43,8 mm de euros. Las

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

OFPML a tres años proporcionaron una media de 565,9 mm de euros, ya que las entidades de contrapartida reembolsaron 82,7 mm de euros durante el período considerado. El volumen de los reembolsos semanales aumentó en el undécimo y duodécimo períodos de mantenimiento, ascendiendo a un total de 24,5 mm y 50,4 mm de euros, respectivamente, dado que algunas entidades de crédito aceleraron los reembolsos antes de que concluyera el año por diversos motivos de carácter regulatorio y de comunicación, incluida la instantánea del balance a efectos de la evaluación global del BCE a finales de 2013. Sin embargo, los reembolsos semanales se redujeron en el primer período de mantenimiento de 2014 hasta un total de 7,7 mm de euros.

El saldo vivo agregado de los valores mantenidos con fines de política monetaria, es decir, los adquiridos en el marco del primer y segundo programas de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP y CBPP2) y del programa para los mercados de valores (SMP) se situó, en promedio, en 236,9 mm de euros, lo que representa una reducción de 11,1 mm de euros.

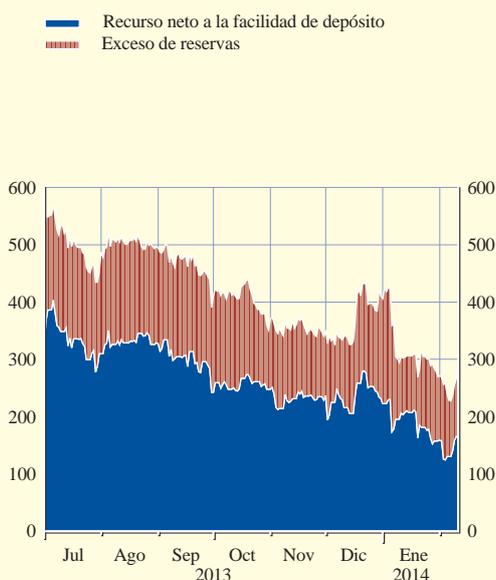
El saldo vivo de los valores adquiridos en el marco del CBPP, programa que finalizó en junio de 2010, ascendía a 39,7 mm de euros al final del período considerado, es decir, 2,2 mm de euros menos que en el período de referencia anterior, como consecuencia de los vencimientos. Los saldos vivos en el marco del programa CBPP2, que finalizó el 31 de octubre de 2012, ascendían a 15 mm de euros al término del período de referencia, es decir, 0,5 mm de euros menos que en el período de referencia anterior, también como consecuencia de los vencimientos. El saldo vivo de los activos que se adquirieron en el marco del programa para los mercados de valores se redujo en 8,4 mm de euros durante el período de referencia, debido a los vencimientos de la cartera. El saldo vivo al final de dicho período era de 175,7 mm de euros. Las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez neutralizaron la liquidez inyectada a través del programa para los mercados de valores, aunque, en seis ocasiones durante el período de referencia, las pujas recibidas fueron inferiores al importe que se pretendía absorber. Estos episodios reflejaron la evolución transitoria del mercado monetario, cuando, especialmente hacia finales del mes, los tipos de interés de dicho mercado escalaron temporalmente por encima de los tipos máximos de puja de estas operaciones de ajuste. En el gráfico A se resume la evolución de las necesidades de liquidez del sistema bancario y de la oferta de liquidez.

### **Exceso de liquidez**

El exceso de liquidez siguió reduciéndose y se situó, en promedio, en 176,9 mm de euros en el período considerado, frente a los 221,5 mm de euros registrados en el período de referencia anterior. Al mismo tiempo, continuó siendo volátil, fluctuando durante el período analizado entre 283,5 mm de euros (3 de enero de 2014) y 125,3 mm de euros (21 de enero de 2014). Como se explicaba anteriormente, los principales factores determinantes fueron las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas, el aumento observado en los billetes en circulación, la disminución de la liquidez proporcionada a través de las OFPML a tres años y las fluctuaciones de los importes adjudicados a través de operaciones de subasta. Dado que el tipo de interés de la facilidad de depósito se situó en el 0% y, por consiguiente, es igual al de la remuneración del exceso de reservas, cabría esperar que a las entidades de contrapartida les resultase, en gran medida, indiferente dónde colocar su exceso de liquidez. En los tres períodos de mantenimiento considerados, el patrón ha sido bastante estable, manteniéndose alrededor del 29% del exceso de liquidez en la facilidad de depósito y el 71% en forma de exceso de reservas en los dos primeros períodos de mantenimiento considerados (véase gráfico B). Las cifras correspondientes para el tercer período de mantenimiento son el 27% y el 73%, respectivamente.

**Gráfico B Evolución del exceso de liquidez y su distribución entre exceso de reservas y facilidades permanentes desde el 11 de julio de 2013**

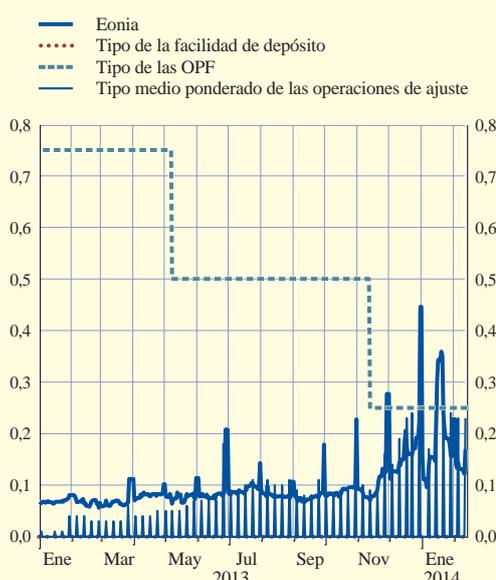
(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuente: BCE.

### Evolución de los tipos de interés

Durante el período analizado, los tipos de interés del BCE correspondientes a la facilidad marginal de crédito, a las OPF y a la facilidad de depósitos se mantuvieron sin variación en el 0,75 %, el 0,25 % y el 0 %, respectivamente. En vista de la reducción del exceso de liquidez, tanto el nivel como la volatilidad del eonia aumentaron en comparación con el período de referencia anterior. El eonia se situó, en promedio, en 16,9 puntos básicos, frente a los 8,5 puntos básicos de los tres períodos de mantenimiento anteriores. Dentro del período de referencia, el eonia fluctuó entre 7 y 44,6 puntos básicos, situándose, en promedio, en el undécimo período de mantenimiento en 12,7 puntos básicos. Luego aumentó hasta 17,2 puntos básicos en el duodécimo período de mantenimiento de 2013 y hasta 20,8 puntos básicos en el primer período de mantenimiento de 2014. Los tipos de interés de las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez también alcanzaron niveles más elevados, fluctuando el tipo medio ponderado de adjudicación entre 9 y 24 puntos básicos en diferentes momentos del período considerado (véase gráfico C)

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En el período comprendido entre finales de noviembre de 2013 y el 5 de marzo de 2014, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA descendió tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, concretamente unos 13 y 4 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el 1,8% y el 2,7%. Durante ese período, la evolución de los mercados de renta fija a ambos lados del Atlántico se vio influida, principalmente, por la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de reducir las compras de activos, así como por la publicación de datos económicos heterogéneos,

por las turbulencias registradas en algunos mercados emergentes y por las tensiones geopolíticas. La incertidumbre acerca de la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, disminuyó, en general, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, pese a que se observaron algunos aumentos transitorios asociados a las tensiones que se produjeron en los mercados emergentes. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana dentro de la zona del euro se estrecharon en la mayoría de los países. Aunque los indicadores financieros de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro retrocedieron ligeramente, siguen siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

En el período comprendido entre finales de noviembre de 2013 y el 5 de marzo de 2014, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujo del 1,9% al 1,8% (véase gráfico 21). En conjunto, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos descendió del 2,8% al 2,7% durante ese período. Por consiguiente, el diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y el de la deuda correspondiente de Estados Unidos se incrementó ligeramente. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se ha mantenido básicamente estable desde finales de noviembre de 2013, situándose en el 0,6% el 5 de marzo de 2014.

En el período analizado, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro estuvo influido principalmente por la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de reducir gradualmente las compras de activos de la Reserva Federal, así como por la publicación de datos económicos heterogéneos en la zona del euro, por las turbulencias que comenzaron en torno a mediados de enero en algunos mercados emergentes y que disminuyeron en la primera mitad de febrero, y por las tensiones geopolíticas registradas hacia el final del período. En diciembre de 2013, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro aumentó, fundamentalmente como consecuencia de la reacción del mercado a la publicación de datos económicos positivos sobre Estados Unidos y de la decisión de reducir las compras de activos adoptada el 18 de diciembre por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto. A lo largo de enero de 2014, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro cayó como reflejo de las turbulencias en los mercados emergentes y, después de recuperarse en febrero, descendió de nuevo a principios de marzo, en un entorno de tensiones geopolíticas. Los datos macroeconómicos publicados en la zona del euro fueron dispares, en general, y las cifras de inflación, en particular, sorprendieron a los participantes en el mercado por su nivel algo más bajo.

En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda a largo plazo aumentó casi 30 puntos básicos en diciembre de 2013, debido principalmente a los datos económicos positivos publicados y a la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de reducir las compras de activos. En enero de 2014, el rendimiento de la deuda a largo

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

(porcentajes; datos diarios)



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

plazo de este país retrocedió más de 40 puntos básicos, como consecuencia de los desplazamientos hacia activos más seguros relacionados con las turbulencias registradas en los mercados emergentes. Cuando las turbulencias disminuyeron, el rendimiento de estos instrumentos se recuperó ligeramente y se mantuvo básicamente estable en la segunda mitad de febrero y a principios de marzo. Los datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos fueron dispares, en general, y las cifras de empleo, en particular, resultaron ser inferiores a lo esperado.

La incertidumbre de los inversores en torno a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se redujo, en general, en el período analizado. En diciembre de 2013, la volatilidad implícita de estos mercados descendió ligeramente, y posteriormente aumentó en relación con las tensiones registradas en los mercados emergentes en enero. Después de que las tensiones remitieran, la volatilidad implícita disminuyó tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Desde mediados de 2013, los niveles de volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro han sido comparables a los observados en Estados Unidos (véase gráfico 22).

En el período analizado, los rendimientos de la deuda a largo plazo de los distintos países de la zona del euro se redujeron. Además, los diferenciales de la deuda soberana frente a los tipos *swap* del eonia disminuyeron o se mantuvieron básicamente estables en la mayoría de los países de la zona. En particular, los diferenciales se estrecharon en la mayor parte de los países afectados por la crisis de deuda soberana, que continuaron siendo los más beneficiados de la reducción general de la aversión al riesgo por parte de los inversores internacionales y de la revisión favorable de las perspectivas de calificación crediticia de esos países.

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

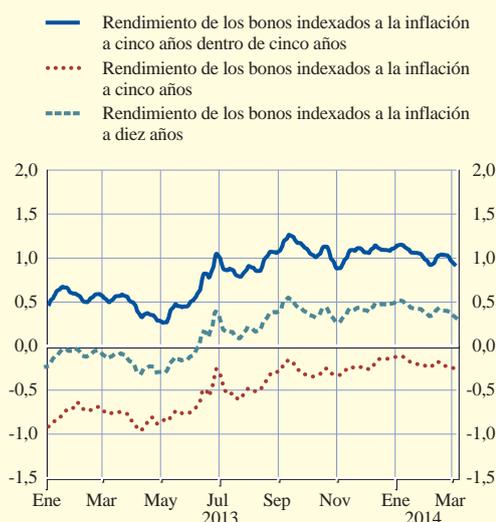
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días)



Fuente: Bloomberg.  
Notas: La volatilidad implícita de los mercados de renta fija es una medida de la incertidumbre acerca de la evolución a corto plazo (hasta tres meses) de los precios de la deuda pública a diez años de Alemania y 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.

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

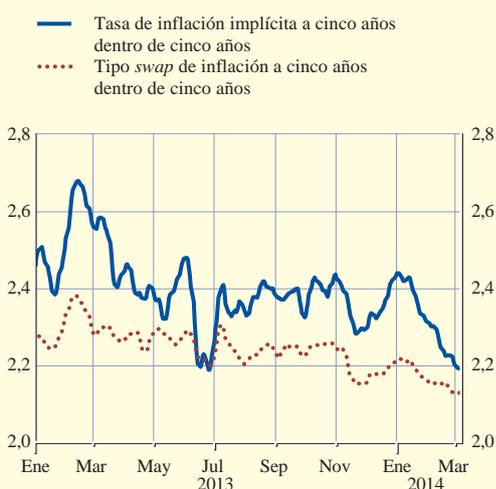
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



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 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**

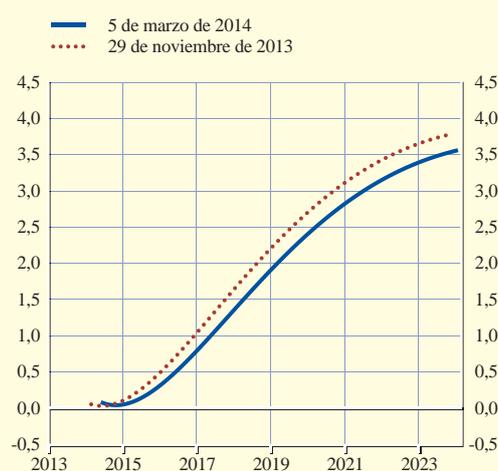
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



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 Alemania, estimadas por separado.

**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.

Los rendimientos nominales de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro pueden desglosarse en rendimientos reales y expectativas de inflación de los mercados financieros. Los rendimientos reales<sup>1</sup> de la deuda pública indexada a la inflación a cinco años y a diez años de la zona del euro se mantuvieron básicamente estables, en general, reflejo fundamental de la evolución anteriormente descrita del rendimiento de los bonos nominales (véase gráfico 23). Los tipos de interés reales implícitos a cinco años dentro de cinco años de la zona descendieron ligeramente, en concreto 13 puntos básicos, hasta situarse en torno al 0,9% el 5 de marzo.

Como consecuencia de esta evolución de los rendimientos nominales y reales, los indicadores de los mercados financieros de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro disminuyeron ligeramente en el período analizado. Las tasas de inflación a cinco años implícitas en los bonos indexados a la inflación se redujeron 3 puntos básicos y se situaron en torno al 1%, mientras que la tasa correspondiente a diez años descendió 5 puntos básicos, hasta situarse en el 1,6%. En consecuencia, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años retrocedió 7 puntos básicos, situándose alrededor del 2,2% al final del período analizado (véase gráfico 24). Asimismo, el tipo swap de inflación a largo plazo experimentó una caída de 4 puntos básicos durante ese período, hasta situarse en el 2,1%, aproximadamente. En conjunto, una vez tenidas en cuenta las primas de riesgo de inflación y de

<sup>1</sup> 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.

liquidez incorporadas en las tasas de inflación implícitas, los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación siguen siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios<sup>2</sup>.

La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro se desplazó a la baja para los vencimientos a medio y a largo plazo durante el período analizado. En concreto, cayó entre unos 10 y 20 puntos básicos para horizontes posteriores a 2016, lo que sugiere que las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo y de las primas de riesgo relacionadas se redujeron durante el período considerado.

En el período analizado, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras y las instituciones financieras de la zona del euro se mantuvieron prácticamente estables, aunque los correspondientes a las categorías de calificación más bajas se redujeron ligeramente (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA). En conjunto, los diferenciales de los valores de renta fija privada se han situado en niveles próximos a los observados antes de la crisis financiera.

## 2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*En el período comprendido entre finales de noviembre de 2013 y el 5 de marzo de 2014, las cotizaciones bursátiles se incrementaron alrededor del 3% en la zona del euro y del 4% en Estados Unidos. La evolución de los mercados de renta variable a ambos lados del Atlántico se vio influida, principalmente, por las turbulencias registradas en algunos mercados emergentes. Asimismo, las tensiones geopolíticas que se produjeron al final del período analizado afectaron a los mercados bursátiles de la zona del euro. Dejando a un lado estos episodios, la continuación general de la tendencia de aumento de los precios de las acciones observada en los últimos meses refleja la disminución de la aversión al riesgo de los inversores y unas perspectivas económicas favorables. La incertidumbre de los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, aumentó ligeramente durante el período considerado.*

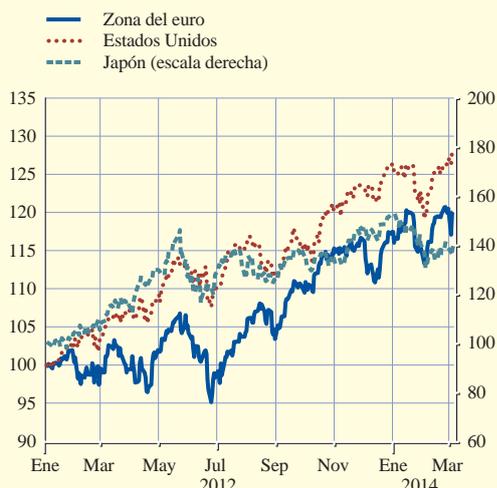
En el período comprendido entre finales de noviembre de 2013 y el 5 de marzo de 2014, el índice bursátil general (Dow Jones EURO STOXX amplio) se incrementó alrededor del 3% en la zona del euro, mientras que el índice equivalente en Estados Unidos (Standard & Poor's 500) aumentó en torno al 4% (véase gráfico 26). En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles del sector financiero y del sector no financiero registraron un avance del 8% y el 2%, respectivamente. Al mismo tiempo, las cotizaciones de ambos sectores en Estados Unidos experimentaron un alza del 3% y el 5%, respectivamente. El índice bursátil general de Japón (Nikkei 225) retrocedió aproximadamente un 5% durante el período analizado.

La evolución de los precios de las acciones en la zona del euro y en Estados Unidos durante el período analizado se vio influida, en particular, por la posible realización de beneficios antes del final del año y por las turbulencias que comenzaron en torno a mediados de enero en algunos mercados emergentes y que disminuyeron en la primera mitad de febrero, así como por las tensiones geopolíticas registradas a principios de marzo. Las cotizaciones de la zona del euro descendieron a principios de diciembre, posiblemente como reflejo de la realización de beneficios antes del final del año, así como de la incertidumbre acerca del

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

Gráfico 26 Índices bursátiles

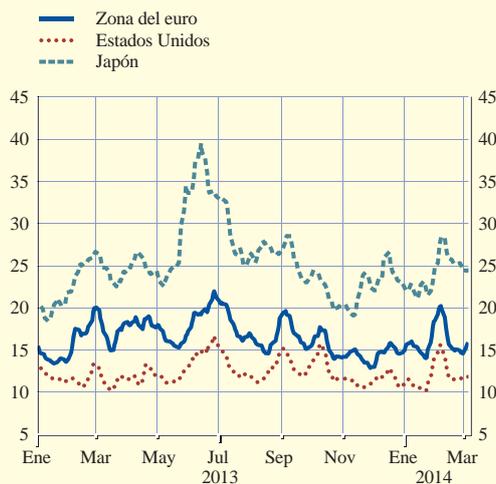
(índice: 1 de enero de 2013 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 27 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

acuerdo sobre el presupuesto federal en Estados Unidos y de cuándo y hasta qué punto se revertiría la orientación acomodaticia de la política monetaria de la Reserva Federal. Tras la reunión del Comité de Mercado Abierto del 18 de diciembre, las cotizaciones de la zona se incrementaron. En enero experimentaron un acusado descenso como consecuencia de las perturbaciones observadas en algunos mercados emergentes, aunque se recuperaron cuando las turbulencias disminuyeron. A principios de marzo, las tensiones geopolíticas afectaron considerablemente a los mercados de renta variable de la zona del euro.

En Estados Unidos, los precios de las acciones siguieron un patrón prácticamente similar, aunque registraron mayor volatilidad. El índice bursátil general registró un máximo histórico a principios de marzo. La continuación de la tendencia al alza generalizada de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos refleja la disminución de la aversión al riesgo observada, en general, entre los inversores, así como unas perspectivas económicas favorables a medio plazo. Estos factores, especialmente la menor aversión al riesgo de los inversores, también se reflejaron en la evolución de otros segmentos de mercado, por ejemplo, de los mercados de renta fija privada.

En conjunto, la incertidumbre en los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, aumentó ligeramente y se situó alrededor del 16% el 5 de marzo. Este aumento de la incertidumbre fue consecuencia de las turbulencias registradas en algunas economías emergentes en enero, pero se redujo cuando las turbulencias disminuyeron. A principios de marzo volvió a incrementarse en un contexto de tensiones geopolíticas. En Estados Unidos, la evolución de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable fue similar a la de la zona del euro (véase gráfico 27). Dejando a un lado el nivel máximo de volatilidad implícita registrado recientemente, la incertidumbre de los mercados de renta variable ha sido reducida, en general, en los últimos meses, comparable a la observada antes de la

crisis financiera. Esta evolución también es acorde con la disminución general de la aversión al riesgo por parte de los inversores y con la mejora de las perspectivas económicas. En Japón, la volatilidad implícita de los mercados bursátiles aumentó levemente, manteniéndose algo elevada en comparación con años anteriores.

A nivel sectorial, las cotizaciones bursátiles de los sectores financiero y de agua, gas y electricidad de la zona del euro registraron las mayores subidas, mientras que las del sector tecnológico fueron más a la zaga en términos de resultados. En Estados Unidos, los aumentos sectoriales más acusados correspondieron a las cotizaciones del sector de sanidad, mientras que los descensos más pronunciados se observaron en el sector de telecomunicaciones.

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, fluctuó entre alrededor del -5 % en noviembre de 2013 y aproximadamente el -4,5 % en febrero de 2014. Para los próximos doce meses, los participantes en el mercado esperan que el beneficio por acción de las empresas se incremente un 14 %, mientras que prevén 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)



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).

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

(porcentajes de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
<b>Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)</b>	100,0	9,9	7,1	16,7	6,4	23,7	5,2	15,5	5,2	4,4	6,0
<b>Variación de los precios (datos a fin de período)</b>											
IV 2012	6,5	5,8	8,9	8,4	0,7	11,2	3,5	9,5	12,1	-8,3	-4,3
I 2013	2,3	1,3	10,6	8,2	-3,6	-4,8	11,6	5,1	3,9	-2,8	-4,1
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	7,3	9,5	7,1	3,4	0,9	12,5	6,0	7,5	7,2	6,8	4,3
Dic 2013	2,3	4,0	2,4	3,8	4,9	-0,2	3,8	2,4	5,5	-0,4	-0,5
Ene 2014	-4,7	-4,8	-4,1	-5,1	-7,2	-4,8	-3,0	-4,3	-4,1	-0,1	-7,0
29 Nov 2013-5 Mar 2014	3,0	0,8	2,8	1,6	0,9	6,8	-0,8	2,9	-0,8	0,9	6,9

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

En el período comprendido entre octubre de 2013 y enero de 2014, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó ligeramente, como consecuencia del incremento del coste real de las acciones y de los préstamos bancarios a corto plazo, que quedó parcialmente compensado por el descenso del coste real de los valores de renta fija y de los préstamos a largo plazo. En cuanto a los flujos de financiación, los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras continuaron disminuyendo en el cuarto trimestre de 2013 y en enero de 2014, aunque el ritmo de descenso se moderó en comparación con el observado en el tercer trimestre de 2013. La debilidad de la actividad económica durante el cuarto trimestre de 2013 contribuyó a la moderación de la demanda de préstamos. Por lo que respecta a la oferta, las persistentes presiones de desapalancamiento sobre las entidades de crédito de la zona del euro continuaron lastrando la capacidad de las entidades para conceder crédito. No obstante, la evidencia reciente procedente de encuestas sugiere que los bancos están relajando los criterios de aprobación del crédito. En el último trimestre de 2013, las sociedades no financieras de la zona del euro recurrieron con bastante éxito tanto al mercado de renta fija privada como al de renta variable.

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

En enero de 2014, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, calculado mediante la ponderación del coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración, se incrementó hasta el 3,3 %, lo que representó un ligero aumento con respecto al 3,2 % registrado en octubre de 2013 (véase gráfico 29). En comparación con octubre de 2013, la evolución del índice general reflejó una subida de 13 puntos básicos del coste real de las acciones, mientras que el coste real de los valores de renta fija se redujo 14 puntos básicos.

**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 enero de 2014 <sup>1)</sup>		
	IV 2012	I 2013	II 2013	III 2013	Dic 2013	Ene 2014	Oct 2012	Oct 2013	Dic 2013
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM</b>									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	3,94	3,94	3,89	3,86	3,79	3,85	-12	0	6
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,79	3,75	3,73	3,76	3,79	3,85	-8	-1	6
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,41	3,49	3,29	3,26	3,27	3,28	-30	-4	1
Préstamos a las sociedades no financieras de más de un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	2,28	2,12	2,17	2,15	2,29	2,25	3	0	-4
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	2,90	2,85	2,93	3,06	2,96	3,06	2	-26	10
<b>Pro memoria</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,19	0,21	0,22	0,23	0,29	0,30	10	7	1
Rendimiento de la deuda pública a dos años	-0,01	0,07	0,30	0,22	0,25	0,11	2	-4	-14
Rendimiento de la deuda pública a siete años	1,07	1,10	1,51	1,42	1,58	1,25	-3	-4	-33

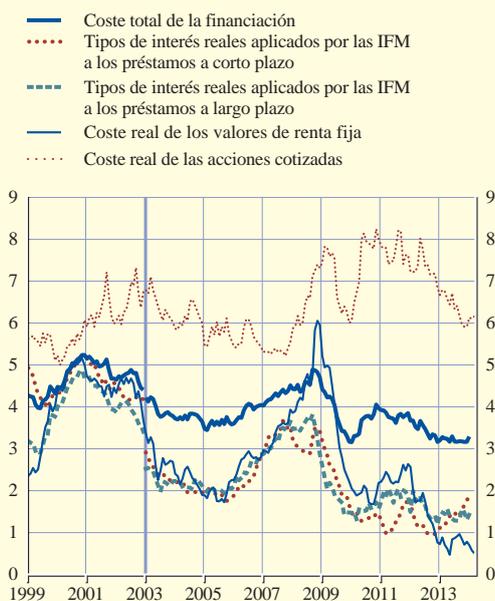
Fuente: BCE.

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.

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

(porcentajes; datos mensuales)

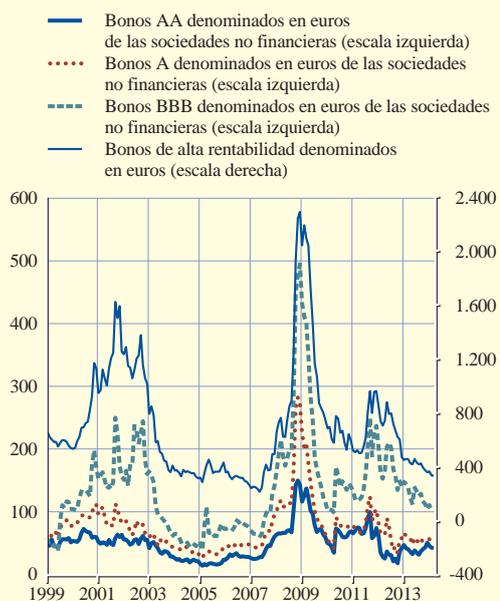


Fuentes: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecasts.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4, *Boletín Mensual*, BCE, 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).

**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.

En ese mismo período, el tipo de interés real de los préstamos bancarios a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras se elevó 33 puntos básicos, mientras que el de los préstamos a largo plazo descendió 13 puntos básicos. Los datos provisionales disponibles para febrero de 2014 sugieren que el coste real de las acciones se ha mantenido estable y próximo a los niveles más bajos observados desde el primer semestre de 2008, mientras que el coste real de los valores de renta fija ha seguido disminuyendo y se mantiene en el nivel más bajo registrado desde enero de 1999.

En el período comprendido entre octubre de 2013 y enero de 2014, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron en el caso de los préstamos de hasta un millón de euros. En ese mismo período, los tipos correspondientes a los nuevos préstamos de más de un millón de euros se mantuvieron invariables para los préstamos con períodos más cortos de fijación del tipo inicial, mientras que los tipos nominales de los préstamos de más de un millón de euros con períodos más largos de fijación del tipo inicial descendieron de manera acusada, 26 puntos básicos (véase cuadro 7). Durante dicho período, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos de hasta un millón de euros y los préstamos de más de un millón de euros permaneció estable, en 16 puntos básicos, en el caso de los préstamos a corto plazo y se incrementó ligeramente, 2 puntos básicos, en el de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años.

En general, en el período comprendido entre octubre de 2013 y enero de 2014, la percepción de que el riesgo de crédito de los prestatarios era elevado continuó ejerciendo presiones al alza sobre los márgenes de los préstamos bancarios. No obstante, la disminución de las tensiones en los mercados de deuda soberana, especialmente en los países sometidos a tensiones, tuvo un impacto moderador en los tipos de interés bancarios. De hecho, los diferenciales entre los tipos de interés del crédito bancario y los tipos de interés de mercado han descendido, en particular en el caso de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros. En enero de 2014, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo de más de un millón de euros y el euríbor a tres meses se situaba en 195 puntos básicos, ligeramente por debajo del nivel registrado en octubre de 2013. 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 redujo de 203 puntos básicos en octubre de 2013 a 182 puntos básicos en enero de 2014.

En el período comprendido entre octubre de 2013 y enero de 2014, los diferenciales entre el coste de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA se redujeron en el caso de los valores de renta fija con calificación BBB y de los bonos con calificación aún más baja («de alta rentabilidad»). En concreto, los diferenciales de los valores de renta fija de alta rentabilidad de las sociedades no financieras descendieron 28 puntos básicos, mientras que el estrechamiento de los diferenciales de los valores con calificación BBB fue mucho más limitado, de 5 puntos básicos (véase gráfico 30).

### FLUJOS DE FINANCIACIÓN

En el período comprendido entre octubre de 2013 y febrero de 2014, la contenida evolución de la actividad económica y de la inflación, junto con la intensa actividad de emisión de acciones por parte de las sociedades no financieras, contribuyeron a la caída de los beneficios por acción de este sector en la zona del euro. En concreto, la tasa de variación interanual de los beneficios por acción de las sociedades cotizadas de la zona del euro fue del -11 % en febrero de 2014, frente al -6 % de octubre de 2013 (véase gráfico 31). De

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

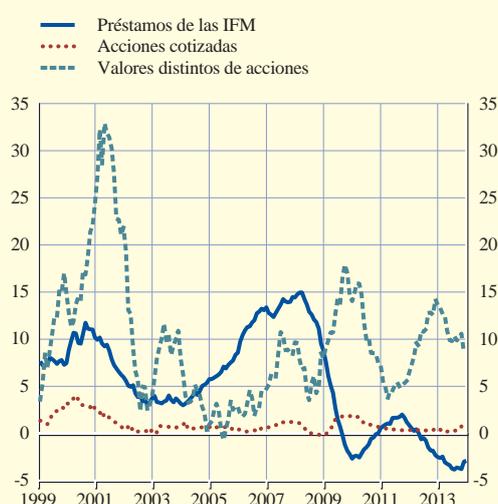
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

cara al futuro, basándose en los indicadores de proveedores de mercado, los participantes en el mercado esperan una mejora gradual de la rentabilidad en la primera mitad de 2014 y que pase a ser positiva para el tercer trimestre del año.

El recurso a la financiación externa por parte de las empresas continuó disminuyendo en el último trimestre de 2013, reflejo del débil crecimiento, en general, de la inversión empresarial, y de diversos factores que influyeron en la oferta de financiación. Por lo que respecta a los préstamos concedidos por las IFM, la tasa de descenso interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se ha moderado en los últimos meses y en enero de 2014 se situó en el -2,9%, frente al -3,6% de septiembre (véase cuadro 6). Esta evolución se debió, en cierta medida, a las persistentes presiones de desapalancamiento sobre las IFM, así como a la capacidad de las empresas de recurrir a otras fuentes de financiación externa. En concreto, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras siguió siendo acusado en el último trimestre de 2013, y se situó en el 8,5%, aunque descendió con respecto al 9,9% del trimestre anterior. Además, en el último trimestre de 2013, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras se incrementó hasta el 0,7%, desde el 0,3% del tercer trimestre de ese año (véase gráfico 32).

Tradicionalmente, el mercado de valores de renta fija privada de la zona del euro se ha concentrado principalmente en grandes empresas con elevadas calificaciones crediticias ubicadas en unos pocos países. Al mismo tiempo se ha de observar que los datos sobre emisiones de este tipo de valores para el último trimestre de 2013 indican que las empresas de algunos países sometidos a tensiones tuvieron mayores facilidades de acceso a la financiación mediante la emisión de valores de renta fija. Desde una perspectiva de más largo plazo, desde 2007, las emisiones de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se han inclinado hacia instrumentos a largo plazo. En diciembre de 2013,

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

(tasas de variación; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual				
	2012 IV	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV
<b>Préstamos de IFM</b>	-2,3	-2,5	-3,4	-3,6	-3,0
Hasta un año	0,5	1,5	-2,1	-3,2	-4,0
De uno a cinco años	-6,0	-6,3	-6,2	-5,6	-5,7
Más de cinco años	-2,3	-2,9	-3,0	-3,2	-1,7
<b>Valores distintos de acciones</b>	14,2	12,7	9,9	9,9	8,5
A corto plazo	2,3	7,9	-9,3	0,6	-8,5
A largo plazo, de los cuales <sup>1)</sup>	15,4	13,2	12,1	10,8	10,1
A tipo fijo	16,7	14,6	13,1	10,9	9,8
A tipo variable	-1,4	-0,2	5,0	11,2	12,3
<b>Acciones cotizadas</b>	0,5	0,1	0,4	0,3	0,7
<b>Pro memoria<sup>2)</sup></b>					
Total financiación	1,0	1,1	0,7	0,8	-
Préstamos a sociedades no financieras	0,0	0,0	-0,6	-1,0	-
Reservas técnicas de seguro <sup>3)</sup>	1,3	1,2	1,2	1,1	-

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.

el desglose por plazos de vencimiento del saldo vivo de valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras mostraba que el porcentaje de instrumentos a largo plazo era del 93 % (lo que representa un aumento con respecto al 84 % de 2007).

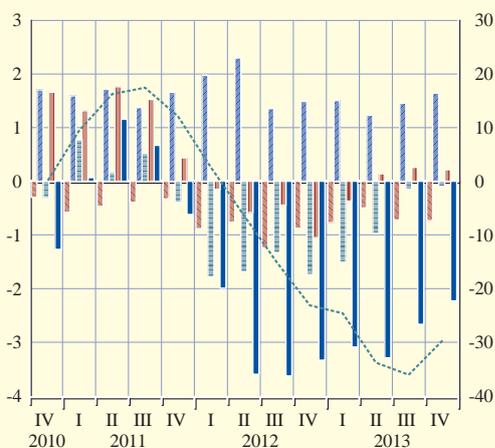
En el cuarto trimestre de 2013, los préstamos con período de fijación del tipo inicial de entre uno y cinco años concedidos por las IFM continuaron siendo los que más contribuyeron a la caída de la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos bancarios a las sociedades no financieras. La tasa de descenso se incrementó en el caso de los préstamos a corto plazo, mientras que la de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años se redujo. En enero de 2014, la contracción se aceleró de nuevo en el caso de los préstamos a corto plazo, mientras que se moderó en el de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de entre uno y cinco años (véase cuadro 8).

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2013 mostraron un descenso menos acusado de la demanda neta de préstamos por parte de las sociedades no financieras en comparación con el tercer trimestre (véase gráfico 33). El análisis de los distintos factores que han contribuido a la disminución de la demanda puso de manifiesto que en el último trimestre

**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)



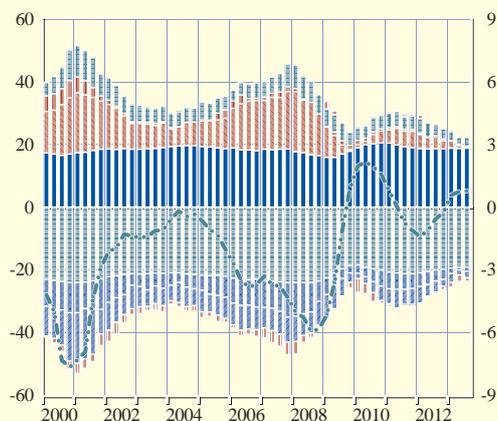
Fuente: BCE.

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 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.

de 2013, las sociedades no financieras continuaron recurriendo a los préstamos bancarios principalmente con fines de reestructuración de la deuda y de financiación del capital circulante. La contribución neta de la inversión en capital fijo a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras siguió siendo negativa.

Al mismo tiempo, la encuesta sobre préstamos bancarios mostró que la reducción gradual del endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a las sociedades no financieras continuó en el último trimestre de 2013. La menor percepción del riesgo de crédito de los prestatarios y las mejores perspectivas económicas, así como factores relacionados con la liquidez de las entidades y su acceso a la financiación de mercado, contribuyeron a la relajación de los criterios por parte de las entidades de crédito. Para el primer trimestre de 2014, las entidades de crédito esperan una nueva disminución del endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos a empresas.

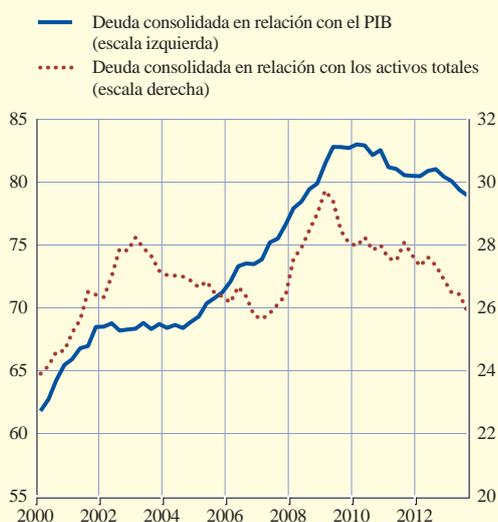
La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras, es decir, la diferencia entre sus fondos internos (ahorro bruto) y su formación bruta de capital, en relación con el valor añadido bruto generado por ellas, se incrementó hasta el 0,8% en el tercer trimestre de 2013, desde el 0,7% del trimestre precedente (véase gráfico 34), como consecuencia del ligero retroceso de la formación bruta de capital fijo, mientras que el ahorro bruto y las transferencias netas de capital no experimentaron variaciones con respecto al trimestre anterior. Por el lado de la financiación, el aumento de las adquisiciones netas de acciones y otras participaciones y de activos financieros (excluidas acciones y otras participaciones) se vio contrarrestado por la caída de la inversión en «otros» activos.

## 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 tercer trimestre de 2013. La ratio de deuda en relación con el

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

(porcentajes)

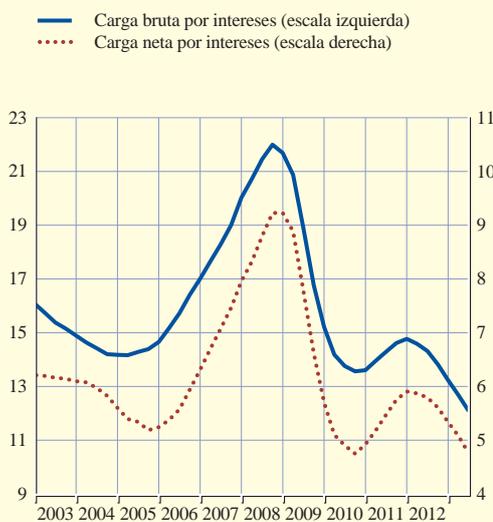


Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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



Fuente: BCE.

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

PIB siguió disminuyendo desde el 79,3% del segundo trimestre de 2013 hasta el 78,9% del tercer trimestre, y la ratio de deuda sobre activos totales se redujo ligeramente, desde el 26,4% hasta el 25,9% (véase gráfico 35) (véase también el recuadro 4 sobre los métodos de medición de la deuda de las empresas). Estos descensos marginales con respecto a los máximos registrados por ambas ratios deben evaluarse en el contexto de debilidad del entorno económico. La sostenibilidad de la deuda de las sociedades no financieras continuó mejorando en el tercer trimestre de 2013, cuando la carga bruta por intereses en relación con el excedente bruto de explotación retrocedió hasta situarse en el 12,1%, frente al 12,7% del segundo trimestre de 2013 (véase gráfico 36), 10 puntos porcentuales por debajo del máximo observado en el último trimestre de 2008.

#### Recuadro 4

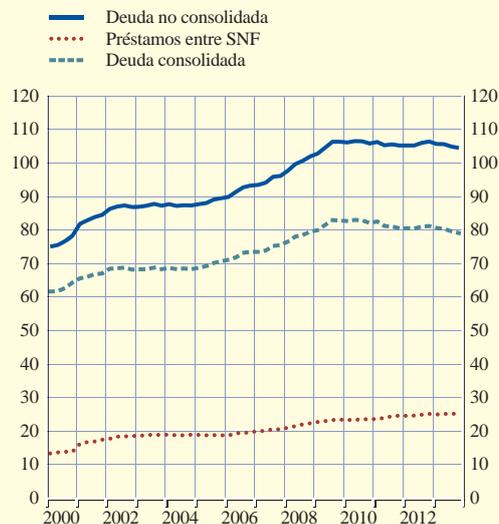
#### DEUDA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS: DATOS CONSOLIDADOS Y NO CONSOLIDADOS

El nivel de la deuda del sector empresarial en relación con el PIB aumentó significativamente en el período previo a la crisis financiera, empezó a estabilizarse durante los primeros años de la crisis y ha ido disminuyendo moderadamente desde 2012 (véase gráfico A). Sin embargo, las cifras agregadas de deuda de la zona del euro correspondientes a las sociedades no financieras (SNF) enmascaran diferencias sustanciales en las ratios de deuda entre países y empresas. El endeudamiento de las SNF puede influir en la actividad de inversión debido a su efecto en la carga financiera de las empresas. Además, el nivel de deuda puede afectar tanto al acceso de las SNF a la financiación externa, pues puede influir en los criterios de concesión de créditos establecidos por las entidades de crédito, como a la capacidad de resistencia de las SNF frente a perturbaciones, con los consiguientes posibles efectos de contagio sobre otras partes de la economía de la zona del euro<sup>1</sup>.

La deuda de las SNF puede analizarse utilizando datos consolidados o no consolidados. Los primeros incluyen únicamente la financiación de deuda proporcionada por otros sectores, mientras que los datos no consolidados comprenden también las posiciones intrasectoriales (como préstamos entre empresas). Dada la reciente disponibilidad de datos consolidados (adicionales a los no consolidados) sobre la deuda de las SNF en las cuentas trimestrales de la zona del euro, en este recuadro se comparan los dos métodos de medición

Gráfico A Deuda de las SNF de la zona del euro

(en porcentaje del PIB nominal; sumas de cuatro trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

<sup>1</sup> Véase también el grupo de trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales (2013), «Corporate finance and economic activity in the euro area: Structural Issues Report 2013», *Occasional Paper Series*, n.º 151, BCE, agosto de 2013.

de la deuda, tanto desde un punto de vista conceptual como por lo que respecta a sus implicaciones para la política monetaria.

### Utilización de diferentes definiciones de deuda

La primera decisión que debe adoptarse al medir la deuda de las SNF es qué instrumentos de entre los distintos componentes de los pasivos financieros totales de las SNF deben incluirse en el cálculo. En las publicaciones del BCE, en el cálculo de la deuda de estas sociedades se incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones<sup>2</sup>, lo que significa, por ejemplo, que el crédito comercial no se recoge<sup>3</sup>. Una vez seleccionados los instrumentos, debe decidirse el método de consolidación: a diferencia de los datos consolidados, los datos no consolidados de la deuda de las SNF incluyen los flujos financieros y las posiciones de financiación que se generen dentro del sector de sociedades no financieras, como préstamos concedidos por sociedades a otras sociedades residentes en el mismo país<sup>4</sup>. Existe evidencia de concesión de préstamos, por importes significativos, entre empresas residentes pertenecientes al mismo grupo empresarial. Pero, además, pueden otorgarse préstamos entre sociedades pertenecientes a grupos diferentes (es decir, sin una relación de capital significativa) por diversas razones, como prestar apoyo a un proveedor o por motivos puramente de inversión<sup>5</sup>. Con escasas excepciones<sup>6</sup>, el BCE, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) y la Comisión Europea en su aplicación del procedimiento de desequilibrio macroeconómico se han basado, hasta hace poco, en datos de deuda no consolidados. La Comisión Europea cambió al concepto de deuda consolidada en su Informe sobre el mecanismo de alerta de 2014 en el marco del citado procedimiento, aprovechando los nuevos datos consolidados disponibles para todos los países de la UE en términos anuales. Asimismo, gracias a la reciente disponibilidad de datos consolidados de la deuda de las SNF, adicionales a los datos de deuda no consolidados de carácter trimestral para la zona del euro y para casi todos los Estados miembros, los análisis pueden beneficiarse de ambos conceptos de medición.

### Consideraciones conceptuales

Desde un punto de vista conceptual, la elección entre medir la deuda en base consolidada o no consolidada no es clara y puede responder a diferentes fines analíticos. La deuda consolidada mide la cantidad de fondos recibidos por un sector de todos los demás sectores (tanto residentes como no residentes), por lo que este método proporciona una visión general de los flujos de fondos intersectoriales.

Para evaluar la sostenibilidad de la deuda, así como el riesgo de refinanciación o de crédito de las SNF, también deberían tenerse en cuenta las posiciones de deuda entre SNF, lo que justifica el uso de

- 2 Véase, por ejemplo, la nota de prensa estadística trimestral del BCE titulada «Evolución económica y financiera de la zona del euro por sectores institucionales» disponible en el sitio web de dicha institución (<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/ffi/html/index.en.html>). Los pasivos de reservas de los fondos de pensiones se derivan de los compromisos directos por pensiones de las empresas, es decir, cuando no se externalizan a un fondo de pensiones independiente. La definición de deuda privada a efectos del procedimiento de desequilibrio macroeconómico excluye esta categoría.
- 3 La exclusión del crédito comercial de las definiciones de deuda existentes refleja problemas de calidad de los datos en algunos países. Con la implantación del nuevo Sistema Europeo de Cuentas 2010 y como consecuencia de la nueva Orientación del BCE sobre cuentas financieras (BCE/2013/24), DO L 2 de 7.01.2014, p. 34), será obligatorio incluir el crédito comercial como una partida estadística separada a partir de finales de 2014.
- 4 En este recuadro, el término «consolidado» sigue la definición del Sistema Europeo de Cuentas y se refiere a la consolidación a nivel sectorial de las SNF. En contabilidad, los estados «consolidados» suelen definirse con referencia a un grupo de empresas.
- 5 Sin embargo, estos últimos casos parecen ser de importancia relativamente menor en comparación con la evidencia de financiación intra-grupo significativa.
- 6 Se han utilizado algunas aproximaciones (*proxies*) a los datos de deuda consolidados, especialmente al comparar la economía de la zona del euro con la de Estados Unidos.

datos de deuda no consolidados en dichos análisis. Sin embargo, los conceptos de las cuentas sectoriales no permiten distinguir entre la deuda dentro de un mismo grupo de empresas y la deuda entre SNF pertenecientes a grupos distintos. Los dos conceptos son muy diferentes en su naturaleza y plantean distintas cuestiones en lo que se refiere, por ejemplo, a la sostenibilidad de la deuda. Los préstamos intragrupo pueden ser muy significativos, con gran heterogeneidad entre países. Por tanto, sería conveniente analizarlos por separado de la deuda con SNF no relacionadas.

Por otra parte, un argumento a favor de los datos de deuda no consolidados es que los indicadores derivados, como la ratio de apalancamiento, muestran la deuda en relación con el capital total o los activos totales, que solo están disponibles en base no consolidada. Reconociendo las ventajas relativas de los dos conceptos, en su aplicación del procedimiento de desequilibrio macroeconómico, la Comisión Europea, por ejemplo, continúa utilizando los datos no consolidados de deuda como indicador adicional. Del mismo modo, el BCE, en un análisis reciente del endeudamiento de las empresas, usó datos tanto consolidados como no consolidados<sup>7</sup>.

### Datos entre países, comparabilidad y cuestiones estadísticas

Los datos no consolidados son, en principio, más comparables entre economías, pues a efectos estadísticos de las cuentas nacionales la consolidación de la deuda entre SNF solo incluye la deuda entre SNF residentes en el mismo país. Por tanto, la comparabilidad de los datos consolidados puede verse afectada por la diferente proporción, en unos países y otros, de la financiación entre SNF de un mismo país. (En principio, puede presuponerse que esta última es menor, por lo general, en el caso de las economías pequeñas e integradas<sup>8</sup>). Por tanto, pueden ser preferibles los datos no consolidados para comparar los niveles de deuda entre los distintos países de la zona del euro o el nivel agregado de deuda de la zona del euro con el de países concretos.

No obstante, de conformidad con los datos disponibles, la proporción de financiación entre SNF de un mismo país (medida por la ratio de deuda entre SNF en relación con el PIB) es más elevada en el caso de algunos países más pequeños. Las ratios de financiación entre SNF más altas se registran en Bélgica, Luxemburgo y Malta, un fenómeno que probablemente esté relacionado con las características estructurales particulares de estos países<sup>9</sup>, mientras que los países de mayor tamaño registran unas ratios relativamente bajas (véase gráfico B). Además, las cifras de deuda no consolidada muestran diferencias más acusadas entre países que las cifras de deuda consolidadas, debido a la elevada heterogeneidad por países de los préstamos entre SNF. Es probable que parte de esta variabilidad refleje aspectos de medición estadística, en concreto los dos que se indican a continuación.

**1) Diferentes conceptos de unidades estadísticas:** el nivel de granularidad aplicado en la definición estadística de una SNF en relación con el grupo empresarial afecta a los resultados de la medición de la deuda. Cuantas más empresas individuales se identifiquen dentro de los grupos empresariales, mayor será el número de SNF que se registren por separado y más elevadas serán la posible financiación intragrupo y la deuda no consolidada de las SNF. En cambio, los países que utilizan mayores niveles de agregación de SNF como elementos estadísticos fundamentales registran niveles de deuda

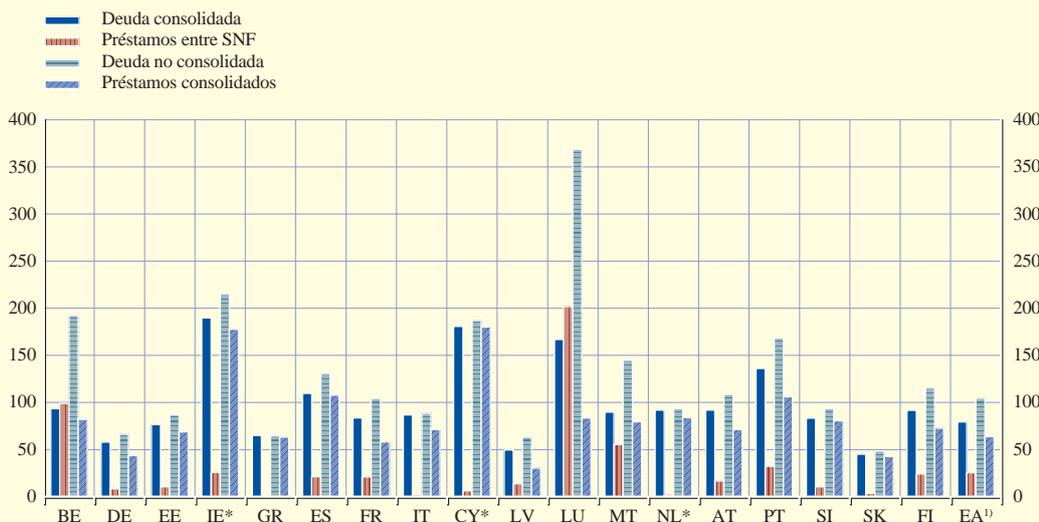
7 Véase el artículo titulado «Patrones de desapalancamiento del sector de sociedades no financieras de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014.

8 En los datos agregados de las cuentas de la zona del euro, la zona del euro recibe el tratamiento de economía única y los préstamos entre SNF incluyen todos los préstamos entre SNF residentes en cualquier Estado miembro de la zona.

9 Las características estructurales, como el atractivo de estos países para los grupos multinacionales, se refieren, entre otros, a tratamientos fiscales favorables.

Gráfico B Datos de la deuda de las SNF y de la deuda entre SNF

(en porcentaje del PIB nominal; sumas de cuatro trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: 1) Para la zona del euro, la deuda consolidada y los préstamos entre SNF no son comparables con los datos por países. Letonia no se incluye en el agregado de la zona del euro ya que los datos corresponden al tercer trimestre de 2013.

\*Para Irlanda, Chipre y Países Bajos, los préstamos entre SNF se basan en las cuentas financieras anuales correspondientes a 2012 y la deuda consolidada se calcula restando los préstamos anuales entre SNF de la deuda no consolidada.

entre SNF significativamente más reducidos. Se han iniciado los trabajos para mejorar la comparabilidad de las prácticas de los distintos países a este respecto.

**2) Diferente cobertura de los préstamos entre SNF:** en la mayoría de los países, las fuentes estadísticas no cubren en su totalidad los balances de las SNF, y la necesaria estimación de los datos no disponibles puede afectar a la calidad de las estimaciones de la deuda entre SNF.

## Conclusiones

En resumen, dadas las ventajas y deficiencias relativas de cada concepto de deuda, es aconsejable realizar un seguimiento de ambos. Las cuentas trimestrales de la zona del euro y las cuentas financieras suelen presentarse en base no consolidada. Sin embargo, es posible calcular la deuda consolidada de las SNF restando los préstamos entre SNF de los datos de deuda no consolidados<sup>10</sup>. El BCE publica trimestralmente los datos basados en ambas medidas de la deuda. Se espera mejorar los datos y su comparabilidad con la revisión en curso de las cuentas de la zona del euro en el contexto de la aplicación de la norma estadística revisada, el Sistema Europeo de Cuentas 2010.

10 Los valores distintos de acciones todavía no pueden consolidarse ya que aún no están disponibles los datos de tenencias entre SNF; en cualquier caso, son mucho menos importantes que los préstamos entre SNF. Sobre la base de las cuentas financieras anuales, se estima que las tenencias de este tipo de valores entre SNF representan menos del 0,5% del PIB en casi todos los países de la zona del euro.

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

En el cuarto trimestre de 2013 y en enero de 2014, las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro se caracterizaron por el leve descenso que experimentaron los tipos de interés de los préstamos bancarios, en un contexto de persistencia de una heterogeneidad elevada entre países e instrumentos. Los préstamos otorgados por las IFM al citado sector se incrementaron solo ligeramente en el cuarto trimestre y en enero. La continuada debilidad de la evolución del endeudamiento de los hogares es resultado de una combinación de factores, entre los que se encuentran la falta de dinamismo de la renta disponible de los hogares, los altos niveles de desempleo, la debilidad de los mercados de la vivienda y, en líneas más generales, la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Además, la necesidad de corregir excesos del pasado en lo que respecta a la acumulación de deuda (especialmente en algunos países de la zona del euro) sigue ejerciendo presiones a la baja sobre la demanda de nuevos préstamos por parte de este sector. No obstante, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2013 indica que las entidades de crédito esperan un acusado aumento neto de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en el primer trimestre de 2014. Se estima que la deuda en relación con la renta bruta disponible de los hogares se mantuvo prácticamente invariable, en un nivel elevado, en el cuarto trimestre, después de haber descendido ligeramente en el trimestre anterior, así como que la carga por intereses de este sector básicamente no experimentara variaciones en el citado trimestre.

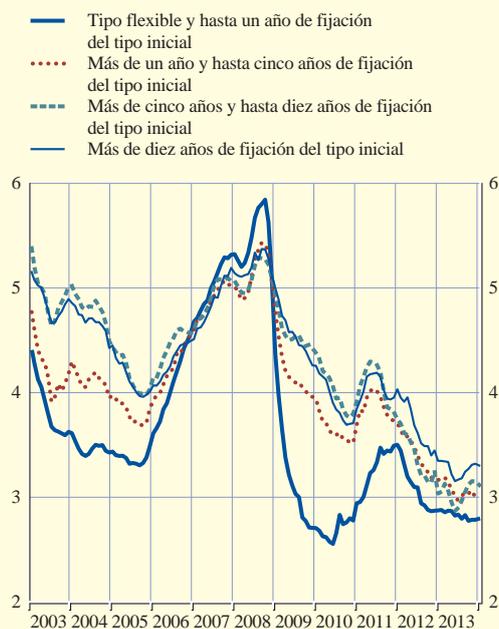
### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

En conjunto, los costes de financiación de los hogares de la zona del euro descendieron ligeramente en el cuarto trimestre de 2013 en comparación con el trimestre anterior. Si se consideran los componentes individuales, los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda básicamente no se modificaron, ya que la reducción de los tipos de los préstamos a corto plazo compensó los incrementos marginales de los tipos de los préstamos a largo plazo. Los tipos de los préstamos para consumo registraron una caída. A escala de la zona del euro, la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares continuó presentando divergencias en función de la categoría y del plazo de vencimiento del préstamo, y la heterogeneidad entre países también siguió siendo considerable.

Por lo que respecta a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto plazo (es decir, préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial) y de los préstamos a medio plazo (esto es, préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco años) descendieron ligeramente, cayendo 4 puntos básicos en relación con los niveles registrados en el tercer trimestre. Por el contrario, en el caso de los préstamos a largo plazo (es decir, préstamos con períodos de fijación

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

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



Fuente: BCE.

del tipo inicial de más de cinco años y hasta diez años, y de más de diez años) los tipos de interés experimentaron un leve aumento, aunque se mantuvieron en niveles históricamente bajos (véase gráfico 37). En enero de 2014, los tipos de interés de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda se mantuvieron básicamente estables en comparación con diciembre.

En cuanto a los nuevos préstamos para consumo, en el cuarto trimestre, los tipos de interés permanecieron prácticamente estables en el caso de los préstamos a más corto plazo, mientras que los tipos de los préstamos a medio y a largo plazo (que son los más utilizados) se redujeron ligeramente, observándose los descensos más pronunciados en los préstamos de más de cinco años de fijación del tipo inicial. En enero, los tipos de interés de estos préstamos aumentaron en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de corta duración y de manera más perceptible en el de los de larga duración, en comparación con los niveles registrados en diciembre. Los tipos de los préstamos a medio plazo cayeron levemente en comparación con diciembre.

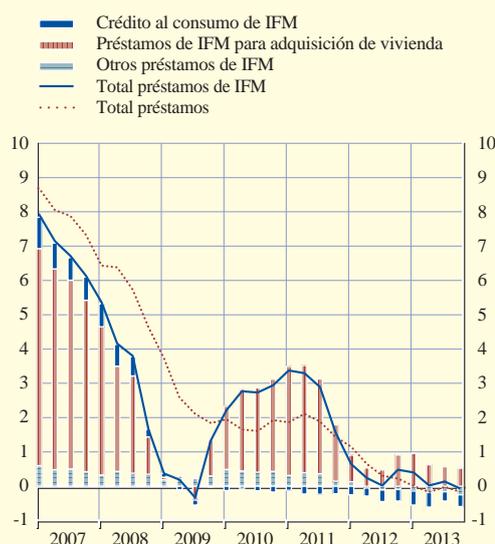
Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2013 indican que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda otorgados a los hogares disminuyó de nuevo en el cuarto trimestre, mientras que el de los criterios aplicados a los préstamos para consumo básicamente no se modificó. De hecho, el porcentaje neto de entidades que endurecieron los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda pasó a ser ligeramente negativo, señalando una relajación neta de los criterios. Las condiciones de precio y otras condiciones aplicadas a los préstamos para adquisición de vivienda y al crédito al consumo se endurecieron en menor medida, o incluso se relajaron, aunque en menor grado en el caso del crédito al consumo. Para más detalles véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2013», en la versión en inglés del Boletín Mensual de febrero de 2014.

## FLUJOS DE FINANCIÓN

En el tercer trimestre de 2013 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), la evolución de los préstamos otorgados a los hogares siguió falta de dinamismo, al igual que en los cuatro trimestres anteriores. La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares de la zona del euro se estabilizó en el tercer trimestre, gracias al ligero aumento de los préstamos concedidos por las IFM (que crecieron a una tasa interanual del 0,1 %, en comparación con el 0 % del trimestre anterior), que quedó contrarrestado por un nuevo descenso de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM (que crecieron a una tasa interanual del -0,9 %, frente al -1,3 % del trimestre precedente). Estos préstamos suelen reflejar

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

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



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 cuarto trimestre de 2013 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.

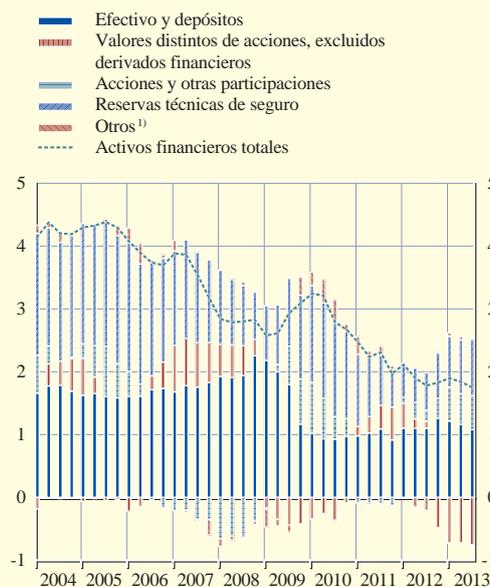
las ventas y titulizaciones de préstamos, lo que hace que los préstamos a hogares se desplacen entre el sector de IFM y el de intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (es decir, el sector OIF). Las estimaciones para el cuarto trimestre de 2013 apuntan a una leve contracción del total de préstamos a este sector (véase gráfico 38).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) prácticamente no ha variado en los últimos meses y ha permanecido en niveles ligeramente positivos acordes con los observados desde la primavera de 2013. Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a este sector se situó en el 0,2% en enero de 2014. Esta evolución oculta el hecho de que los flujos trimestrales de préstamos fueron levemente negativos en el cuarto trimestre de 2013, como consecuencia, fundamentalmente, de las amortizaciones netas mensuales registradas en diciembre. Esta evolución confirma que la actividad de originación de las entidades de crédito sigue siendo débil (para más detalles, véase la sección 2.1). El detalle de los préstamos según su finalidad indica que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por las IFM (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el 1,2% en enero, sin variación desde septiembre. Los flujos trimestrales de préstamos para adquisición de vivienda aumentaron marginalmente en el cuarto trimestre, pese a las amortizaciones netas observadas en diciembre. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo descendió de nuevo y se situó en el -3% en enero, frente al -2,3% de septiembre, continuando la tendencia negativa registrada desde abril de 2009. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos, que incluye los préstamos a empresas sin personalidad jurídica propia, permaneció en terreno negativo (donde lleva desde junio de 2012), situándose en el -1,5% en enero, frente al -1% de septiembre.

El tenue crecimiento del crédito de las IFM a los hogares refleja principalmente las moderadas perspectivas de renta de este sector, acentuadas por la debilidad de los mercados de la vivienda y, en términos más generales, por la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Sin embargo, desde una perspectiva de medio plazo, también refleja la necesidad de corregir excesos del pasado en términos de acumulación de deuda (especialmente en algunos países de la zona del euro) que sigue afectando a la demanda de préstamos. Las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2013 señalaron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda había disminuido ligeramente en ese trimestre. La demanda neta de crédito al consumo básicamente no cambió con respecto al trimestre precedente. De cara al futuro, las entidades de crédito esperan un acusado aumento de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda en el primer trimestre de 2014.

**Gráfico 39 Inversión financiera de los hogares**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



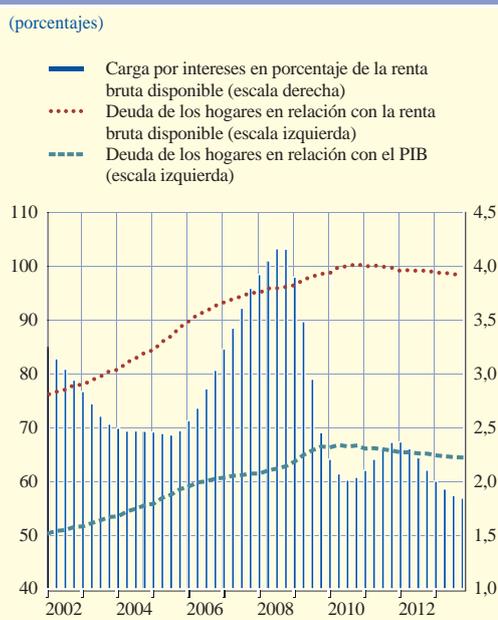
Fuentes: BCE y Eurostat.  
1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

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 1,7% en el tercer trimestre de 2013 (levemente inferior a la del trimestre precedente; véase gráfico 39). Esta evolución tuvo su origen en las menores contribuciones de la inversión en efectivo y depósitos y en acciones y otras participaciones. Además, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en valores distintos de acciones se redujo de nuevo y se situó en torno al 10%. Por el contrario, la contribución de la inversión en reservas técnicas de seguro aumentó ligeramente. En conjunto, factores estructurales como la necesidad de continuar con el desapalancamiento y la evolución cíclica asociada a la debilidad del ciclo económico (que obstaculizan el crecimiento de la renta disponible y fuerzan el desahorro de los hogares) 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. Más concretamente, la deuda en relación con la renta bruta disponible nominal de los hogares se redujo ligeramente y se situó en el 98,5% en el tercer trimestre de 2013, frente al 98,8% del segundo trimestre. La deuda de los hogares en relación con el PIB también descendió levemente, hasta el 64,5% en el tercer trimestre, frente al 64,7% del trimestre anterior. Las estimaciones relativas al cuarto trimestre de 2013 indican que la deuda de este sector básicamente no varió (véase gráfico 40), habiendo retornado al nivel registrado a finales de 2009. De igual modo, se estima que la carga por intereses de los hogares se situó en el 1,8% de la renta disponible en el cuarto trimestre de 2013, continuando con la disminución gradual observada desde finales de 2011.

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



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,8% en febrero de 2014, sin cambios con respecto al dato (revisado al alza) de enero. Si bien los precios de la energía registraron en febrero una caída interanual más pronunciada que en el mes anterior, las subidas de los precios de los bienes industriales y de los servicios fueron mayores que en enero. A partir de la información actual y de los precios de los futuros sobre la energía vigentes, se prevé que las tasas de inflación interanual medidas por el IAPC se mantengan en torno a los niveles actuales durante los próximos meses. Más adelante, las tasas de inflación deberían aumentar gradualmente y alcanzar niveles más cercanos al 2%, en línea con las expectativas de inflación a medio y largo plazo para la zona del euro. Mientras tanto, estas expectativas permanecen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este valor.

Las proyecciones macroeconómicas de marzo 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 1% en 2014, el 1,3% en 2015 y el 1,5% en 2016. Las proyecciones señalan que la inflación interanual medida por el IAPC se situará en el 1,7% en el último trimestre de 2016. En vista de la publicación, por primera vez, de un horizonte de proyección de tres años en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, debe hacerse hincapié en que las proyecciones están condicionadas a una serie de supuestos técnicos, tales como unos tipos de cambio invariables y una caída de los precios del petróleo, y en que la incertidumbre que rodea a las proyecciones aumenta con la duración del horizonte de proyección. Se considera que los riesgos al alza y a la baja para las perspectivas de evolución de los precios son limitados y que están, en general, equilibrados en el medio plazo.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro se ha mantenido en niveles ligeramente por debajo del 1% desde octubre de 2013, tras haberse reducido desde tasas de crecimiento interanuales de alrededor del 1,5% a mediados de 2013. Según la estimación preliminar de Eurostat de febrero de 2014, la inflación ha permanecido sin cambios en el 0,8% desde diciembre del año pasado.

**Cuadro 9 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

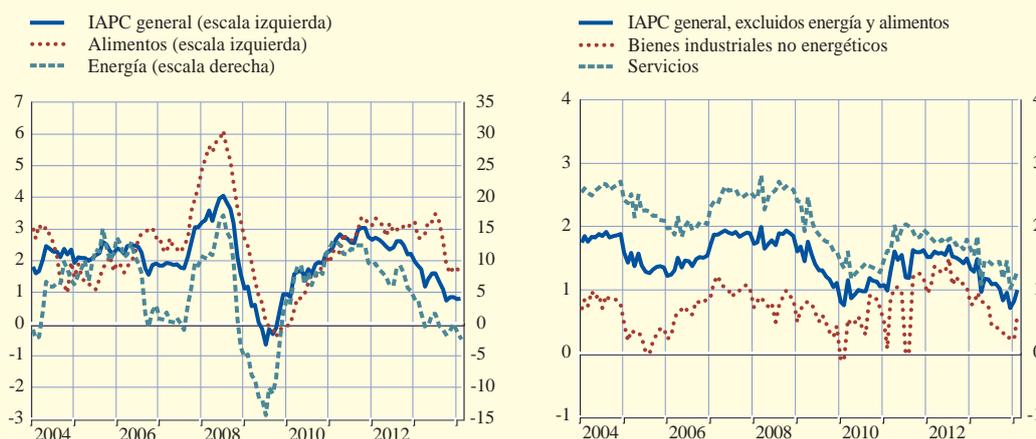
	2012	2013	2013 Sep	2013 Oct	2013 Nov	2013 Dic	2014 Ene	2014 Feb
<b>IAPC y sus componentes <sup>1)</sup></b>								
Índice general	2,5	1,4	1,1	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8
Energía	7,6	0,6	-0,9	-1,7	-1,1	0,0	-1,2	-2,2
Alimentos	3,1	2,7	2,6	1,9	1,6	1,8	1,7	1,5
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	2,9	1,4	0,9	1,5	1,3	,
Alimentos elaborados	3,1	2,2	2,4	2,2	2,0	2,0	2,0	,
Bienes industriales no energéticos	1,2	0,6	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,6
Servicios	1,8	1,4	1,4	1,2	1,4	1,0	1,2	1,3
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	2,8	-0,2	-0,9	-1,3	-1,2	-0,8	-1,4	,
Precios del petróleo (euros por barril)	86,6	81,7	83,0	80,0	80,0	80,8	78,8	79,4
Precios de las materias primas no energéticas	0,5	-8,2	-12,9	-12,2	-11,7	-11,4	-9,3	-7,8

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 febrero 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.

Las menores tasas de inflación medida por el IAPC en comparación con las registradas a mediados de 2013 están relacionadas principalmente con unas tasas de variación negativas de los precios de la energía y con una notable caída del ritmo de avance de los precios de los alimentos no elaborados (véase gráfico 41). Aparte de las contribuciones más reducidas de estos componentes, típicamente más volátiles, también se observan presiones desinflationistas en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que reflejan no solo una respuesta retardada a la anterior debilidad de la economía de la zona del euro, sino también un impacto alcista inferior al previsto derivado de las subidas de los impuestos indirectos.

Si se consideran los datos más recientes, la estimación preliminar de Eurostat de que la inflación medida por el IAPC general se mantuvo invariable en el 0,8 % en febrero de 2014 oculta caídas de las tasas de crecimiento de los componentes volátiles del IAPC y un alza de los servicios y los bienes industriales no energéticos, que componen la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía (véase cuadro 9).

Por lo que se refiere a los principales componentes del IAPC, las tasas de crecimiento interanual mayoritariamente negativas de los precios de la energía desde los meses de verano de 2013 han reflejado, en gran medida, una caída de los precios del petróleo en euros. Concretamente, los descensos observados en los dos primeros meses de 2014, hasta el -1,2 % en enero y el -2,2 % en febrero, son atribuibles principalmente a efectos de base, teniendo un impacto bajista acumulado estimado de alrededor de 0,2 puntos porcentuales sobre la inflación interanual medida por el IAPC. Si se consideran los principales productos energéticos, la reducción de las tasas de variación interanual en enero de 2014 —último mes para el que se dispone de una desagregación detallada— se deben, en particular, a unas mayores caídas interanuales de los precios de los combustibles para automóviles, de otros combustibles líquidos y del gas, así como a una tasa de crecimiento interanual de los precios de la electricidad mucho menor.

La notable disminución de la tasa de variación de los precios de los alimentos, desde más del 3 % observada a mediados de 2013 hasta el 1,5 % en febrero de 2014, obedeció principalmente a una acusada desaceleración

del ritmo de avance de los precios de los alimentos no elaborados, desde una tasa próxima al 5 %, al haber remitido el anterior impacto alcista de las adversas condiciones meteorológicas sobre las frutas y las legumbres y hortalizas. En enero de 2014, la tasa de variación interanual de este componente se situó en el 0,6 % y el 2,2 %, respectivamente, bastante por debajo de las elevadas tasas de crecimiento interanual de alrededor del 10 % registrados en los meses estivales de 2013.

La tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados descendió a un ritmo más lento, pasando del 2,5 % registrado en los meses de verano de 2013 al 2 % del período comprendido entre noviembre de 2013 y enero de 2014. Los principales alimentos que contribuyeron al menor ritmo de avance de los precios fueron el pan y los cereales y los aceites y grasas. La estimación preliminar de Eurostat para el componente total de alimentos, que fue del 1,5 % en febrero de 2014, inferior al 1,7 % de enero, señala nuevas retrocesos en los componentes de alimentos no elaborados y elaborados.

La inflación medida por el IAPC, excluidos los componentes volátiles —alimentos y energía— se ha moderado menos que la inflación general, pasando de tasas interanuales del 1,2 % de mediados de 2013 al 0,7 % de diciembre. Desde entonces ha repuntado ligeramente, situándose la estimación preliminar de Eurostat para febrero de 2014 en el 1 %. La media de largo plazo de esta medida para el período transcurrido desde la introducción del euro en 1999 es del 1,5 %.

Los componentes principales de la cesta del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, es decir, los precios de los bienes industriales no energéticos y los servicios, han registrado últimamente tasas de inflación relativamente bajas. En el recuadro 5 se muestra que factores externos, así como una demanda deprimida, han contribuido a la reducción de las presiones inflacionistas subyacentes. Factores externos como las perturbaciones de precios de las materias primas han tenido un impacto a la baja relativamente mayor en la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que la debilidad cíclica de la economía de la zona del euro, y especialmente en los países sometidos a tensiones, ha tenido un impacto a la baja relativamente más importante sobre el ritmo de avance de los precios de los servicios.

#### Recuadro 5

##### **IMPACTO DE LOS PRECIOS DE LOS SERVICIOS Y DE LOS BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS EN EL RECIENTE DESCENSO DE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC**

En los dos últimos años, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se ha reducido desde el entorno del 1,5 % hasta un nivel históricamente bajo del 0,7 % en diciembre de 2013, antes de repuntar ligeramente a comienzos de 2014. Esta evolución es consecuencia de las caídas observadas en dos de sus componentes: el de bienes industriales no energéticos y el de servicios<sup>1</sup>. Ambos componentes tienden a verse afectados en distinto grado por factores externos e internos. En este recuadro se examina desde diferentes ángulos la evolución reciente de las tasas de variación de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos para entender mejor el reciente descenso de la inflación subyacente.

1 Para un análisis de los factores que explican las magnitudes habitualmente diferentes en el ritmo de avance de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos, véase el recuadro titulado «¿Por qué la inflación en los servicios es superior a la inflación en los bienes en la zona del euro?», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2009.

### Los factores externos incidieron con mayor fuerza en la inflación de los bienes industriales no energéticos

Los factores externos suelen tener un mayor impacto en la tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos que en la de los servicios. Varios componentes de los bienes industriales no energéticos, como ordenadores y algunos aparatos eléctricos, o son importados o se producen internamente con un elevado contenido de importaciones. La desaceleración del ritmo de avance de la inflación en las economías emergentes y la apreciación del euro desde mediados de 2012 han ejercido, por lo tanto, un efecto moderador sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro, debido a la evolución más contenida del precio de las importaciones. Por el contrario, los precios de los servicios tienden a reflejar un impacto relativamente mayor de los costes de producción sobre todo de los costes laborales en la economía interna.

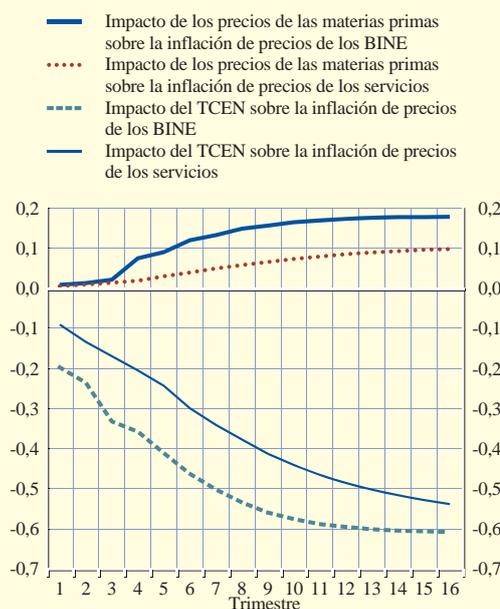
La distinta exposición a los factores externos puede obtenerse a partir de la respectiva sensibilidad de la inflación de los bienes industriales no energéticos y de los servicios a perturbaciones de tipo de de cambio y de precios de las materias primas. Los análisis basados en modelos sugieren, en primer lugar, que un aumento del 10% en el tipo de cambio efectivo nominal del euro o en los precios de las materias primas tiene un efecto mayor en la tasa de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos que en la de los servicios (véase gráfico A). En segundo lugar, una apreciación del 10% del tipo de cambio efectivo nominal tiene, en términos absolutos, un impacto más importante en la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos y en la de los servicios que un incremento del 10% en los precios de las materias primas.

### Los factores de demanda internos son más evidentes en la inflación de los servicios en los países sometidos a tensiones

Los servicios incluyen muchas partidas, como sanidad, educación y servicios recreativos, que se producen internamente y cuyos precios reflejan, en gran medida, los costes laborales. Además, algunas partidas, como hostelería, suelen tener una elevada elasticidad de la demanda y, por lo tanto, los precios pueden ser muy sensibles a cambios en la renta real disponible de los hogares. Una manera de determinar el papel de los costes y los factores de demanda internos en la reciente evolución de la inflación es comparar la tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios en los países de la zona del euro durante los dos últimos años. En los países sometidos

**Gráfico A Impacto de un aumento del 10 % del tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro o de los precios de las materias primas sobre la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos (BINE) y de los servicios**

(desviación de la base en puntos porcentuales; ejes de abscisas: trimestres después de la perturbación)

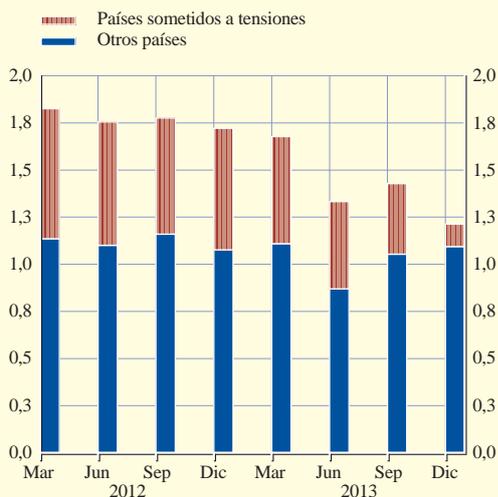


Fuente: Cálculo del BCE.

Nota: Los resultados de la estimación se basan en un método esbozado en «Pass-through of external shocks along the pricing chain. Panel estimation approach for the euro area», *Working paper Series*, n.º 1104, BCE, noviembre de 2009. Los precios de las materias primas proceden de HWWI e incluyen energía, alimentos y materias primas industriales.

### Gráfico B Inflación de los precios de los servicios y contribuciones de países sometidos a tensiones y de otros países

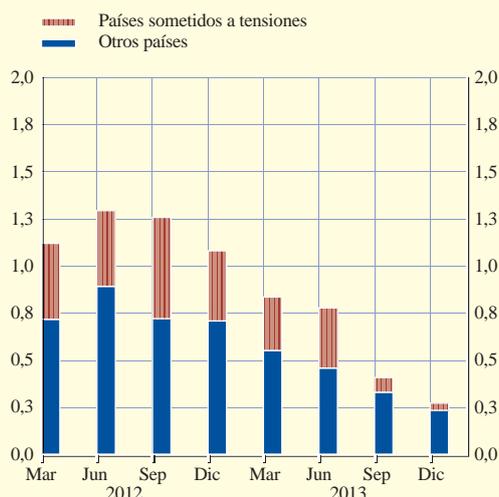
(datos trimestrales; tasa de variación interanual y contribuciones)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: El grupo de países sometidos a tensiones incluye: Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia.

### Gráfico C Inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos y contribuciones de países sometidos a tensiones y de otros países

(datos trimestrales; tasa de variación interanual y contribuciones)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: El grupo de países sometidos a tensiones incluye: Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia.

a tensiones en los mercados se han observado mayores ajustes a la baja de los salarios y los costes laborales y caídas más acusadas de la renta y la demanda que en otros países de la zona. Dependiendo del grado de competencia, la magnitud y el retardo con los que el ajuste de los costes laborales y la caída de la renta afectan al ritmo de crecimiento de los precios de los servicios pueden variar de un país a otro.

La disminución del ritmo de avance de los precios de los servicios en la zona del euro en los dos últimos años se ha debido, en gran medida, a una acusada reducción de la contribución del grupo de países que han estado sometidos a tensiones en los mercados (en este grupo se incluyen Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia). La contribución de otros países se ha mantenido básicamente inalterada (véase gráfico B). En cambio, la caída de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos ha sido relativamente generalizada en los países de la zona del euro (véase gráfico C), lo que confirma que los factores externos han tenido, en todos los países, un significativo impacto a la baja sobre la inflación.

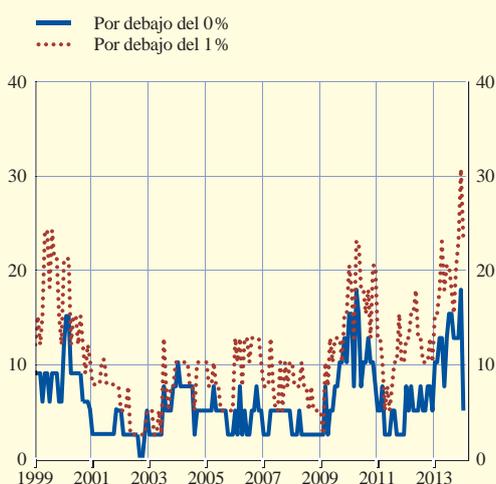
### Los porcentajes de partidas con tasas de variación interanual inferiores al cero por ciento no son inusualmente elevados

Para valorar correctamente los descensos relativos y los reducidos niveles de inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, resulta útil examinar hasta qué punto son generalizados o solo se observan en un número limitado de partidas. En principio, un retroceso generalizado y un nivel bajo de inflación podrían tener una mayor capacidad para afectar adversamente a las expectativas de inflación a largo plazo y, por tanto, reforzar las presiones desinflacionistas.

Los porcentajes de partidas con tasas de variación interanual inferiores a determinados umbrales, como el 1 % o el 0 %, sugieren que la debilidad del ritmo de avance de los precios de los bienes industriales

**Gráfico D** Porcentajes de partidas del componente de servicios en el IAPC con tasa de variación interanual inferior al 1 % y al 0 %

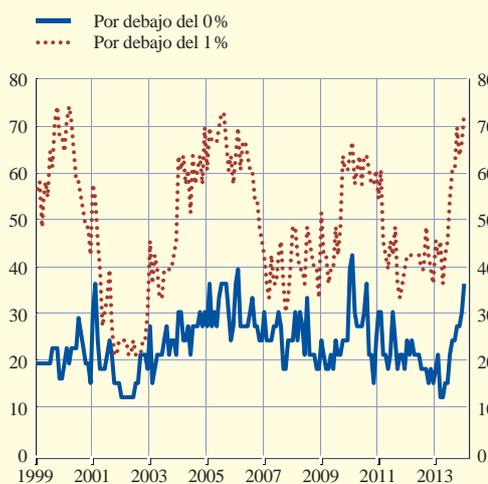
(porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico E** Porcentaje de partidas del componente de bienes industriales no energéticos en el IAPC con tasa de variación interanual inferior al 1 % y al 0 %

(porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

no energéticos y de los servicios se ha generalizado en los dos últimos años. Al mismo tiempo, los porcentajes no suelen ser inusualmente elevados si se comparan con los máximos de períodos anteriores. En el caso de los servicios, los porcentajes de partidas con tasas de crecimiento negativas y con tasas de variación inferiores al 1 % aumentaron en 2013, en parte como consecuencia de algunos factores ad hoc, como la eliminación de determinadas tarifas médicas en Alemania, que contribuyeron a reducir los precios, en términos interanuales, de los servicios médicos y dentales. Los porcentajes de las partidas con tasas de crecimiento interanual negativas o inferiores al 1 % disminuyeron entre diciembre de 2013 y enero de 2014 y se situaron en el 5 % y el 23 %, respectivamente. Estos últimos porcentajes son próximos o inferiores a los observados durante el máximo de 2010 (véase gráfico D).

En el caso de los precios de los bienes industriales no energéticos, los porcentajes de las partidas con tasas de variación interanual negativas o inferiores al 1 % se incrementaron en 2013 y también en enero de 2014, y se situaron en el 36 % y el 73 %, respectivamente. Estas magnitudes también se han observado en anteriores períodos desinflacionistas (véase gráfico E). Además, las partidas cuyos precios han experimentado caídas recientemente también las han registrado, esporádica o periódicamente, en el pasado.

Para concluir, tanto los factores de oferta externos como los factores de demanda internos han contribuido al descenso de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en los dos últimos años. Los factores externos, como los menores precios de las materias primas, parecen haber tenido un impacto a la baja relativamente más importante en el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que la debilidad cíclica de la economía de la zona del euro ha tenido un efecto relativamente mayor en la reducción de la tasa de variación de los precios de los servicios. Esta reducción se debió, principalmente, a la menor contribución de los países en dificultades, mientras que la disminución de la tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales

no energéticos ha sido generalizada en todos los países de la zona del euro. Por último, la evolución hacia una inflación subyacente más baja ha sido generalizada en todos los subcomponentes, pero los porcentajes de las partidas con tasas de crecimiento interanual negativas no son elevados si se comparan con anteriores períodos desinflacionistas. De cara al futuro, según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2014, se prevé que la media de la inflación subyacente medida por el IAPC —es decir, de las tasas de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, tomadas en conjunto— se mantenga sin cambios en el 1,1 % en 2014, antes de aumentar hasta el 1,4 % en 2015 y hasta el 1,7 % en 2016.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se redujo desde el 0,7 % de mediados de 2013 hasta el 0,2 % en enero de 2014, como consecuencia, principalmente, de los precios de los bienes de consumo duradero, si bien volvió a repuntar hasta situarse en el 0,6 % en febrero de 2014, según la estimación preliminar de Eurostat.

La tasa de variación interanual del componente de servicios, que es el mayor componente del IAPC, descendió desde el 1,5 % registrado en los meses de verano de 2013 hasta el 1 % en diciembre. No obstante, parte del retroceso observado en diciembre en el ritmo de avance de los precios de los servicios estuvo relacionado con factores estadísticos propios de cada país, como el impacto de los cambios en las prácticas de recogida de los precios para el IAPC en Alemania. En enero de 2014, la tasa de crecimiento de los precios de los servicios fue del 1,2 % y, según la estimación preliminar de Eurostat, subió adicionalmente hasta el 1,3 % en febrero.

La menor inflación subyacente en comparación con la registrada en el verano de 2013 también refleja un impacto más reducido de las medidas relativas a los impuestos indirectos. En primer lugar, las medidas aplicadas en los últimos años en una serie de Estados miembros en relación con las necesidades de consolidación fiscal se han excluido del cálculo de las tasas interanuales. En segundo lugar, en algunos países, la traslación de las recientes subidas de los impuestos indirectos, en un entorno de atonía de la demanda, ha sido menor de lo esperado.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones latentes sobre la cadena de precios volvieron a relajarse en la última parte de 2013 y a principios de 2014 (véanse cuadro 9 y gráfico 42). La moderación de las presiones inflacionistas a nivel de los productores refleja la debilidad de la demanda y de la actividad económica, así como una evolución contenida de los precios de la energía y las materias primas no energéticas. Los precios industriales también pueden haberse visto sometidos a presiones debido a los efectos de la apreciación del euro y al esfuerzo de los productores de la zona del euro por mantener sus cuotas de mercado. A este respecto, la tasa de variación de los precios industriales en el sector manufacturero para las ventas en mercados de fuera de la zona del euro se ha moderado recientemente más que la de las ventas en mercados nacionales.

En promedio, la inflación de los precios industriales (excluida la construcción) ha registrado tasas de crecimiento interanuales negativas desde julio de 2013, y se situó en el -1,4 % en enero de 2014. En comparación con diciembre de 2013, este retroceso se debió básicamente al componente de energía. En enero, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, fue del -0,4 %, una cifra prácticamente idéntica a la de meses anteriores.

**Gráfico 42 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

Los datos de precios industriales indican que las presiones latentes sobre el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos en el IAPC se han mantenido relativamente estables en niveles muy bajos cuando se consideran las últimas fases de la cadena de precios. El IPRI de los bienes de consumo no alimenticios siguió una continua tendencia a la baja en 2012 y comienzos de 2013, pero desde abril del año pasado se ha estabilizado en unas tasas de crecimiento interanual reducidas, aunque ligeramente positivas. Los datos de encuestas más recientes también indican unas presiones latentes contenidas, aunque estables. El índice de directores de compras de comercio al por menor (PMI) relativo a los precios de los bienes intermedios de los establecimientos de venta de productos no alimenticios rondó (en términos de medias móviles de tres meses) su media histórica entre octubre de 2013 y febrero de 2014. En las primeras fases de la cadena de precios, las presiones latentes sobre los precios también han permanecido básicamente estables en unos niveles reducidos, y las tasas de variación interanual del IPRI de los sectores de bienes intermedios y de los precios de las materias primas siguen oscilando dentro de bandas relativamente estrechas situadas en territorio negativo.

Las presiones latentes sobre la inflación de los alimentos, medida por el IAPC, siguieron moderándose 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 alimenticios se situó en el 0,6% en enero de 2014 y ha disminuido gradualmente tras registrar tasas de alrededor del 3% a mediados de 2013. Los datos basados en encuestas procedentes del PMI relativo a los precios de los bienes intermedios y a los márgenes de los comercios minoristas de alimentación experimentaron un cierto repunte en febrero, aunque permanecieron por debajo de los valores observados a finales de 2013. En las primeras fases de la cadena de precios, las tasas de variación interanual de los precios agrícolas en origen de la UE y de los precios internacionales de las materias primas alimenticias en euros aumentaron a comienzos de 2014 (hasta enero y febrero, respectivamente), aunque siguieron siendo claramente negativas.

Con carácter más general, los últimos datos procedentes de las encuestas PMI y de la Comisión Europea disponibles hasta febrero confirman las presiones contenidas sobre los precios industriales (véase gráfico 43). En el sector manufacturero se registraron descensos moderados de los índices PMI de precios de los bienes intermedios y de precios de venta respecto a enero. En el caso del sector servicios, los dos subíndices permanecieron prácticamente invariables en febrero. Todos los subíndices se mantuvieron próximos al umbral de 50 y en sus medias de largo plazo o por debajo de ellas. Los datos de la encuesta de la Comisión Europea sobre las expectativas de precios de venta para el conjunto de la industria cayeron en febrero y se siguen situando muy por debajo de su media de largo plazo desde 1999.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Como muestran los indicadores de costes laborales más recientes, las presiones inflacionistas procedentes de los mercados de trabajo nacionales se mantuvieron contenidas en 2013 (véanse cuadro 10 y gráfico 44). Como consecuencia de la desigual recuperación económica en la zona del euro, los costes laborales crecieron a unas tasas más altas en los países cuyos mercados de trabajo muestran una relativa capacidad de resistencia, y solo aumentaron levemente o incluso cayeron en los países que están inmersos en un proceso de ajuste económico y en los que persisten tasas de desempleo elevadas.

A nivel agregado de la zona del euro, la remuneración por asalariado creció un 1,6%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2013, manteniéndose prácticamente sin cambios con respecto a las tasas de crecimiento de trimestres anteriores. Al mismo tiempo, debido a una mejora gradual del crecimiento de la productividad, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios volvió a descender desde unas tasas del 1,2% y el 1,8% en el segundo y primer trimestre, respectivamente, hasta el 1% del tercer trimestre.

Gráfico 44 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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

Cuadro 10 Indicadores de costes laborales

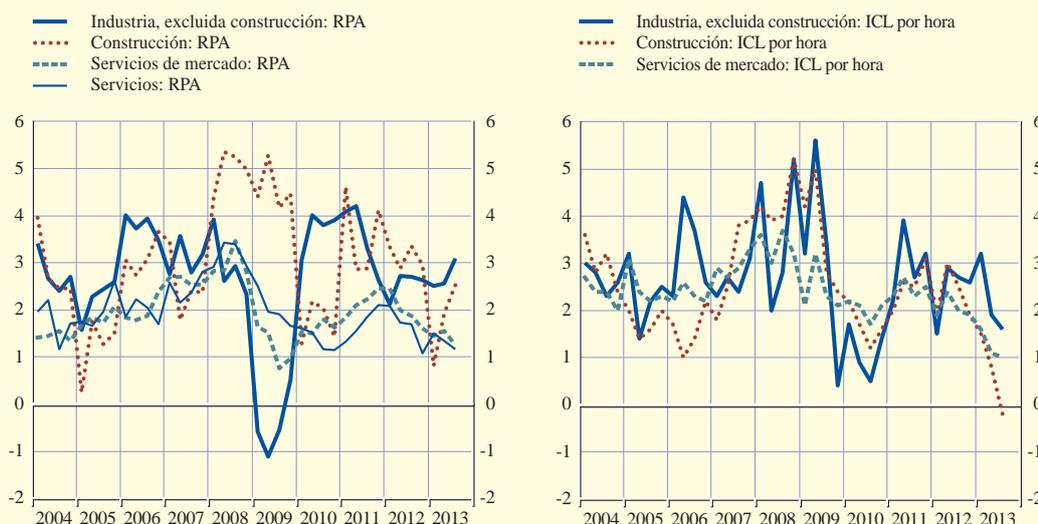
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

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

Gráfico 45 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-18. RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora totales experimentó un nuevo descenso hasta el 1,0% en el tercer trimestre, frente al 1,1% del segundo trimestre y el 1,9% del primero. La desaceleración del crecimiento de los costes laborales por hora refleja una reducción del crecimiento de los costes laborales por hora en la economía de mercado, que se vio compensada, en parte, por un alza en el sector mayoritariamente no de mercado. Dentro de la economía de mercado, el crecimiento interanual de los costes laborales por hora cayó, sobre todo, en el sector de la construcción y algo menos en los servicios de mercado y en la industria (véase gráfico 45).

Los salarios negociados de la zona del euro, el único indicador de costes laborales disponible para el cuarto trimestre de 2013, crecieron a una tasa interanual del 1,7%, sin cambios con respecto a los dos trimestres anteriores. En el conjunto de 2013, la tasa de crecimiento de los salarios negociados descendió 0,4 puntos porcentuales en comparación con el año anterior, lo que refleja el persistente estado de debilidad de los mercados de trabajo en muchos países de la zona del euro.

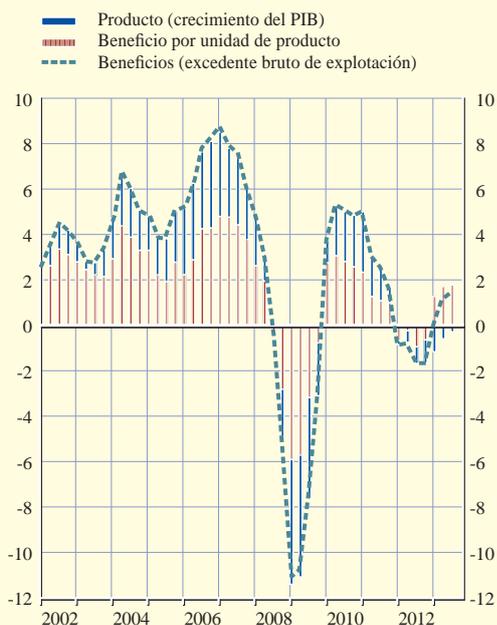
### 3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

El crecimiento de los beneficios empresariales (medidos en términos del excedente bruto de explotación) repuntó en los tres primeros trimestres de 2013 (véase gráfico 46). El fortalecimiento experimentado por los beneficios, hasta el 1,7% en el tercer trimestre de 2013, frente al 0,1% del primer trimestre refleja tanto una tasa de crecimiento interanual del PIB menos negativa como un aumento de la tasa de crecimiento de los beneficios unitarios (es decir, los beneficios por unidad de producto).

Por lo que respecta a los principales sectores económicos, el fortalecimiento de los beneficios estuvo impulsado por la evolución del sector de servicios de mercado (véase gráfico 47). En este sector, el crecimiento interanual de los beneficios aumentó desde el 0,2% registrado en el primer trimestre de

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

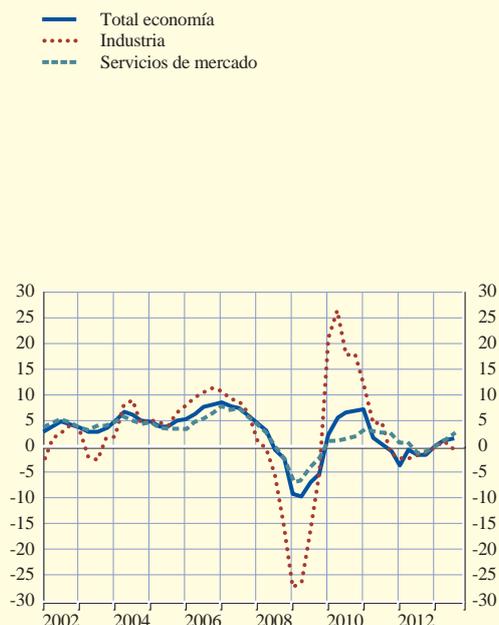
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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

2013 hasta el 2,4% del tercer trimestre, y el nivel de beneficios casi volvió a los máximos registrados a principios de 2008. En el sector industrial, los signos de recuperación de los beneficios son menos claros. En términos interanuales, el crecimiento de los beneficios pasó a ser positivo en este sector en el segundo trimestre de 2013, tras seis trimestres de tasas negativas, si bien volvió a caer hasta niveles negativos en el tercer trimestre. El nivel de beneficios en este sector aún es muy inferior al registrado en 2008.

### 3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Sobre la base de la información disponible y de los precios vigentes de los futuros sobre materias primas energéticas, se prevé que las tasas de inflación interanual medida por el IAPC se mantengan en torno a los niveles actuales en los próximos meses. Más adelante, las tasas de inflación deberían aumentar gradualmente y alcanzar niveles más cercanos al 2%, en consonancia con las expectativas de inflación a medio y largo plazo para la zona del euro.

En cuanto a las perspectivas a corto plazo de los principales componentes, las proyecciones indican que la tasa de variación interanual de los precios de la energía seguirá estando contenida, como consecuencia principalmente del descenso de los precios del petróleo implícitos en los mercados de futuros. El perfil de la tasa de variación de los precios de la energía también se caracterizará por cierta volatilidad asociada a efectos de base positivos y negativos<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Véase el recuadro titulado «Base effect from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014», en la versión en inglés del *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014.

Las perspectivas a corto plazo de la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados se caracteriza por la moderación adicional de las perturbaciones relacionadas con las condiciones climatológicas de 2013 sobre los precios de las frutas y de las verduras y hortalizas. Así pues, se prevé que las tasas de crecimiento interanual vuelvan a descender hasta el verano de 2014 antes de repuntar en meses posteriores del año.

Se espera que la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados siga moderándose gradualmente hasta mediados de 2014 y que se estabilice en la segunda mitad del año. Esta moderación refleja principalmente la traslación de la caída de los precios agrícolas en origen de la UE observada desde mayo de 2013, que fue compensada en parte a comienzos de 2014 por nuevas subidas de los impuestos especiales sobre el tabaco en algunos países.

Se prevé que el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos aumente progresivamente en la primera mitad de 2014, antes de estabilizarse. Pese al aumento paulatino observado en la primera mitad de 2014, se espera que se mantenga en tasas inferiores a la media de largo plazo, reflejando una demanda de consumo todavía relativamente débil, así como el impacto moderador de los precios de los bienes importados (asociado a la anterior apreciación del euro y a la reducida inflación a escala mundial).

Se considera que la tasa de variación interanual de los precios de los servicios fluctuará en torno a los niveles actuales hasta los meses de verano, con cierta volatilidad en marzo y abril debido al efecto de base asociado a las tempranas fechas de Semana Santa en 2013. Así pues, se espera que la inflación de los servicios aumente ligeramente a finales de 2014, como consecuencia, en parte, no solo de los efectos de base asociados a los movimientos a la baja observados a finales de 2013, sino también de la moderada mejora de la actividad económica y de un crecimiento algo mayor de los salarios en algunos países.

A medio plazo, se espera que las presiones inflacionistas subyacentes en la zona del euro permanezcan contenidas. Las proyecciones macroeconómicas de marzo 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 1 % en 2014, el 1,3 % en 2015 y el 1,5 % en 2016. En el último trimestre de 2016, las proyecciones señalan que la inflación interanual medida por el IAPC será del 1,7 %. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2013 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la previsión de inflación para 2014 se ha revisado ligeramente a la baja. En vista de la publicación, por primera vez, de un horizonte de proyección de tres años en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, debe hacerse hincapié en que las proyecciones están condicionadas a una serie de supuestos técnicos, tales como unos tipos de cambio invariables y una caída de los precios del petróleo, y en que la incertidumbre que rodea a las proyecciones aumenta con la duración del horizonte de proyección. (Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE»).

Las expectativas de inflación a medio y largo plazo para la zona del euro permanecen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo de mantener las tasas de inflación por debajo del 2 %, aunque próximas a este valor. Se considera que los riesgos al alza y a la baja para las perspectivas de evolución de los precios son limitados y están, en general, equilibrados en el medio plazo.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

EL PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2013, incrementándose, así, por tercer trimestre consecutivo. La evolución de los indicadores de confianza basados en encuestas hasta febrero es coherente con el mantenimiento de un crecimiento moderado también en el primer trimestre de este año. De cara al futuro, se espera que la recuperación actual prosiga, aunque a un ritmo lento. En particular, deberían materializarse algunas mejoras adicionales en la demanda interna, favorecidas por la orientación acomodaticia de la política monetaria, una mejora de las condiciones de financiación y los avances realizados en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales. Además, las rentas reales se han visto respaldadas por el descenso de los precios de la energía. Se espera asimismo que la actividad económica se vea impulsada por un fortalecimiento gradual de la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, aunque el desempleo en la zona se está estabilizando, continúa siendo elevado, y los necesarios ajustes en los balances de los sectores público y privado seguirán afectando al ritmo de la recuperación económica.

En las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro se prevé que el PIB real aumente un 1,2% en 2014, un 1,5% en 2015 y un 1,8% en 2016. Si se compara con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2013 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el crecimiento del PIB real para 2014 se ha revisado ligeramente al alza. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

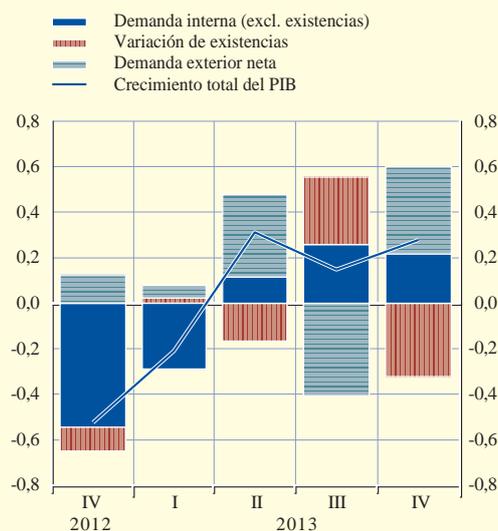
### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El PIB real volvió a aumentar en el último trimestre de 2013 un 0,3% en tasa intertrimestral, tras haber experimentado un crecimiento positivo en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 48). Esta evolución contrasta con el prolongado período de crecimiento negativo observado entre el cuarto trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2013. La recuperación actual, que en gran medida refleja un cambio de tendencia en el ciclo de demanda interna, se ha visto impulsada por una mejora de la confianza empresarial y de los consumidores y una disminución de la incertidumbre. Además, la recuperación de la zona del euro se ha ampliado tanto desde una perspectiva del gasto como de la producción.

Los resultados del cuarto trimestre de 2013 fueron consecuencia de la sostenida contribución positiva de la demanda interna al crecimiento, atribuible a un avance de la inversión especialmente significativo. Al mismo tiempo, la demanda exterior neta se tornó nuevamente positiva, debido sobre todo al débil crecimiento de las importaciones. Estos resultados se vieron contrarrestados parcialmente por una aportación negativa de la variación de existencias al crecimiento. Los indicadores de opinión más recientes son coherentes con un mantenimiento del crecimiento positivo en el primer trimestre de 2014, tal vez respaldado también por las temperaturas inusualmente suaves registradas este invierno en algunos países. Se prevé que el crecimiento siga siendo

Gráfico 48 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



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

moderado a lo largo de 2014 y que repunte ligeramente en 2015 (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», en el presente Boletín Mensual).

### CONSUMO PRIVADO

El consumo privado se incrementó un 0,1 % en el cuarto trimestre de 2013, registrando un crecimiento positivo por tercer trimestre consecutivo. Este incremento es consecuencia del aumento observado en el consumo de servicios y en la compra de automóviles, que se vio contrarrestado en parte por un descenso del consumo de bienes al por menor. La evolución reciente de los indicadores de corto plazo y de las encuestas de opinión apunta, en general, a un crecimiento moderado y sostenido del gasto de los hogares en los próximos meses.

El reciente fortalecimiento de la dinámica del consumo privado ha reflejado principalmente la evolución de la renta real disponible. La renta agregada, que durante un largo período se ha visto mermada por la caída del empleo, está viéndose favorecida cada vez más por unos mercados de trabajo más estables y por una moderación de la carga fiscal. Asimismo, la baja inflación está sustentando las rentas reales. En el tercer trimestre de 2013, la renta real disponible se situó solo ligeramente por debajo del nivel observado un año antes, lo que supone una clara mejora en comparación con finales de 2012 y principios de 2013, cuando la renta se redujo en torno a un 2 %, en términos interanuales. Al mismo tiempo, la tasa de ahorro de los hogares se mantuvo sin cambios, en un nivel reducido, entre el segundo y el tercer trimestre de 2013.

Por lo que respecta a la dinámica a corto plazo en el primer trimestre de 2014, los indicadores tanto cuantitativos como cualitativos sugieren, en general, una ligera mejora adicional del gasto en consumo. En enero, las ventas del comercio al por menor repuntaron un 1,6 %, en tasa intermensual, hasta situarse un 1 % por encima de la media registrada en el cuarto trimestre de 2013. Además, el índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor aumentó en enero de 2014, hasta alcanzar un nivel compatible con el crecimiento, su mejor dato desde abril de 2011. Esta evolución representa una clara mejora con respecto al cuarto trimestre de 2013. En los dos primeros meses de 2014, el indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea fue, en promedio, muy superior al registrado en el cuarto trimestre del año pasado, y se situó por encima de su media de largo plazo. Sin embargo, las matriculaciones de automóviles cayeron un 9 %, en tasa intermensual, en enero, señalando un comienzo negativo para el primer trimestre. Este acusado retroceso y el relativamente robusto cuarto trimestre fueron resultado de la aplicación de subidas impositivas en algunos países a principios de año. Es probable que las adquisiciones de automóviles y de otros bienes

**Gráfico 49 Ventas del comercio al por menor, confianza y PMI del comercio al por menor y de los hogares**

(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.

de precio elevado mantengan su debilidad en los próximos meses. En enero y febrero, el indicador de la Comisión Europea de grandes compras esperadas se situó en un nivel próximo al registrado en el cuarto trimestre de 2014, fluctuando en torno a niveles deprimidos compatibles con la falta de dinamismo del consumo de bienes duraderos. Finalmente, según la Comisión Europea, la confianza de los consumidores de la zona del euro disminuyó entre enero y febrero. Con todo, el índice, que había seguido una tendencia al alza desde comienzos de 2013, sigue manteniéndose por encima del nivel medio registrado en el cuarto trimestre, lo que sugiere moderadas mejoras adicionales del gasto en consumo (véase gráfico 49). Actualmente, el índice fluctúa en torno a su media histórica.

### INVERSIÓN

La formación bruta de capital fijo siguió recuperándose en el cuarto trimestre de 2013, con una tasa de crecimiento intertrimestral del 1,1 %, tras aumentar un 0,6 % en el trimestre anterior. Esta recuperación indica el final de la importante caída de la inversión observada en los dos últimos años, debida a una combinación de fragilidad de la demanda y de los beneficios, elevada incertidumbre y restricciones de financiación. No obstante, el nivel se mantiene casi un 20 % por debajo del observado en el primer trimestre de 2008.

Todavía no se dispone de la desagregación de la formación de capital para el cuarto trimestre de 2013. No obstante, los indicadores de corto plazo para la zona del euro sugieren un cierto crecimiento de la inversión, excluida la construcción, que representa la mitad de la inversión total, ya que la producción de bienes de equipo registró un repunte y la tasa de utilización de la capacidad productiva se incrementó ligeramente. Además, en líneas generales, se observó una mejora en los indicadores de opinión, como el índice PMI de las manufacturas y el indicador de confianza de la Comisión Europea para el sector de bienes de equipo. Asimismo, los datos disponibles para los países más grandes de la zona correspondientes a la inversión, excluida la construcción, apuntan a una recuperación sostenida. Tras un tercer trimestre en el que se registraron valores positivos, es probable que la inversión en construcción tanto residencial como no residencial haya mantenido su debilidad, dado que, en ese sector, la demanda sigue siendo limitada. Como resultado, el índice de producción de la construcción se redujo, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre.

Por lo que se refiere al primer trimestre de 2014, los pocos indicadores adelantados disponibles apuntan, en general, a un moderado crecimiento adicional de la formación de capital, excluida la construcción, en la zona del euro. Los valores de febrero correspondientes al PMI de las manufacturas y a su componente de nuevos pedidos registraron una nueva subida, y los datos procedentes de las encuestas de la Comisión Europea sobre la valoración que realizan las empresas de sus carteras de pedidos y sus expectativas de producción, disponibles hasta febrero, también mostraron una mejora. Por otra parte, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro para el cuarto trimestre de 2013 apunta a unas condiciones de financiación menos restrictivas para el crédito concedido con fines de inversión. Estos resultados están básicamente en línea con el patrón de recuperación posterior a crisis financieras anteriores.

Se espera que la inversión, excluida la construcción, repunte de forma gradual en 2014, todavía frenada por la confianza —aún no recuperada totalmente— y el débil crecimiento de los préstamos, asociado, entre otros factores, al desapalancamiento en curso de las entidades de crédito y de las empresas en varios países de la zona del euro. Se prevé que la inversión en construcción sea muy contenida a comienzos de 2014, debido al prologado ajuste en algunos mercados inmobiliarios de la zona del euro, a los reducidos niveles de confianza actuales y a la falta de demanda en el sector. Los datos de las encuestas correspondientes a la inversión en construcción sugieren que es probable que registre un ligero descenso

en el primer trimestre de 2014, dado que los valores de los indicadores PMI de enero relativos a la producción de la construcción y, en particular, a los nuevos pedidos están por debajo de 50 y han disminuido con respecto a los valores para el cuarto trimestre.

### CONSUMO PÚBLICO

En términos reales, la variación del consumo público se tornó negativa en el cuarto trimestre de 2013. Si se consideran las tendencias subyacentes de los componentes individuales, el descenso parece haberse debido, principalmente, a una acusada contracción del gasto en consumos intermedios, que supone ligeramente menos de un cuarto del gasto total en consumo público, como parte del proceso de consolidación fiscal en marcha. En cambio, la remuneración de los empleados públicos, que representa casi la mitad del consumo público total, se incrementó, aunque a un ritmo ligeramente menor. Además, las transferencias sociales en especie, que incluyen partidas como el gasto en sanidad, continuaron creciendo a un ritmo estable. De cara al futuro, la contribución del consumo público a la demanda interna se prevé que continúe siendo limitada en los próximos trimestres, pues sigue siendo necesario adoptar nuevas medidas de consolidación fiscal en algunos países (véase sección 5).

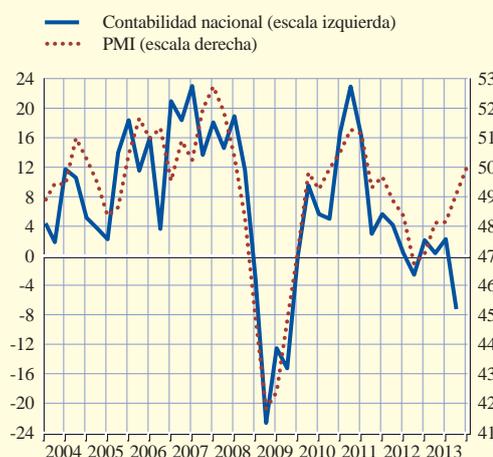
### EXISTENCIAS

En el cuarto trimestre de 2013, la variación de existencias realizó una contribución negativa, de -0,3 puntos porcentuales, al crecimiento intertrimestral del PIB, tras la aportación positiva de la misma magnitud efectuada en el trimestre anterior. Teniendo en cuenta el carácter incierto de las primeras estimaciones de las series de contabilidad nacional, esta evolución algo opuesta de las existencias durante el segundo semestre de 2013 también refleja en parte una evolución igualmente diferente de la demanda exterior neta. De hecho, constituye una regularidad empírica la correlación bastante fuerte (negativa) existente entre estos dos agregados, que, en líneas generales, se debe al impacto mecánico sobre las existencias de los flujos de exportaciones e importaciones que se producen cuando los bienes cruzan las fronteras. Así pues, la aceleración y la desaceleración de estos flujos comerciales de un trimestre a otro se traducen en contribuciones de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral, que se ven contrarrestadas en parte por los movimientos de las existencias.

En conjunto, la evolución más reciente pone fin a una secuencia de contribuciones de las existencias al crecimiento ininterrumpidamente negativas (y por tanto recesivas) entre mediados de 2011 y finales de 2012, que ascendieron a -1 punto porcentual, en términos acumulados, casi la misma magnitud que la caída acumulada del PIB durante ese período. En 2013, las aportaciones de las existencias al crecimiento fueron más volátiles, pero solo ligeramente negativas cuando se acumulan en términos anuales. Así pues, en 2014, en el contexto de la recuperación económica en curso que muestran los resultados de las encuestas, es bastante probable que la contribución de las existencias al crecimiento sea neutral o moderada (véase gráfico 50),

Gráfico 50 Variación de existencias en la zona del euro

(mm de euros; índices de difusión)



Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al Euro-18. Contabilidad nacional: variación de existencias en términos nominales. PMI: media de existencias de productos intermedios y terminados en las manufacturas y de existencias en el comercio al por menor.

## COMERCIO EXTERIOR

Las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro repuntaron en el cuarto trimestre de 2013, aumentando un 1,2 %, en tasa intertrimestral (véase gráfico 51). Este aumento fue posterior a la moderación transitoria que se observó en el tercer trimestre y que fue consecuencia, fundamentalmente, de la debilidad de la demanda exterior y, en menor medida, de la apreciación del euro en términos efectivos nominales. Mientras que las exportaciones a Estados Unidos, Japón, China y América Latina fueron especialmente moderadas, las exportaciones a otras economías de Asia y a países de Europa no pertenecientes a la zona del euro continuaron fortaleciéndose.

Las importaciones de la zona del euro registraron un leve crecimiento intertrimestral del 0,4 % en el cuarto trimestre de 2013, tras una vigorosa recuperación en los dos trimestres anteriores, lo que es atribuible a la mejora gradual observada en la demanda interna de la zona del euro. Las importaciones de los principales socios comerciales fueron moderadas, sobre todo las procedentes de los países europeos no pertenecientes a la zona del euro. Como el crecimiento de las importaciones fue más débil que el de las exportaciones, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB pasó a ser positiva en el cuarto trimestre (0,4 puntos porcentuales).

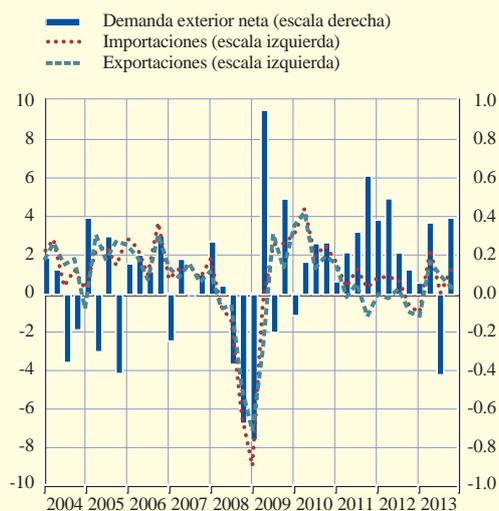
Los indicadores de opinión disponibles apuntan a una mejora de las exportaciones de la zona del euro en el corto plazo. El PMI de nuevos pedidos exteriores mejoró significativamente en el cuarto trimestre, situándose muy por encima de 50, el umbral de expansión, y continuó aumentando adicionalmente en los dos primeros meses de 2014. En febrero se situó en 54,5, ligeramente por debajo de la cifra de enero, que fue la más alta desde mediados de 2011. El indicador de la Comisión Europea relativo a la cartera de pedidos exteriores ha mostrado una mejora continua desde abril de 2013, y en febrero de 2014 alcanzó su nivel más alto desde principios de 2012. Ambos indicadores se sitúan en niveles compatibles con un crecimiento moderado de las exportaciones en el corto plazo, un panorama que también se ve respaldado por el aumento general de la demanda exterior. Es probable, asimismo, que las importaciones de la zona del euro registren un nuevo incremento en el futuro próximo, aunque a un ritmo tímido, prácticamente en línea con la gradual recuperación de la demanda interna.

## 4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

Si se considera el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, el valor añadido total volvió a crecer un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2013. Este aumento, que constituye el tercer incremento consecutivo del valor añadido total, tras seis trimestres de contracción, fue generalizado en todos los sectores. El valor añadido de los servicios se ha situado, desde comienzos de 2011, ligeramente por encima de su máximo anterior a la crisis de 2008, mientras que el valor añadido de la industria, en particular de la construcción, se ha mantenido en niveles inferiores a los máximos

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

(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

anteriores a la crisis. Los indicadores de corto plazo apuntan a una nueva subida del valor añadido total en el primer trimestre de 2014, próxima a las tasas de crecimiento positivas observadas desde el segundo trimestre del año pasado.

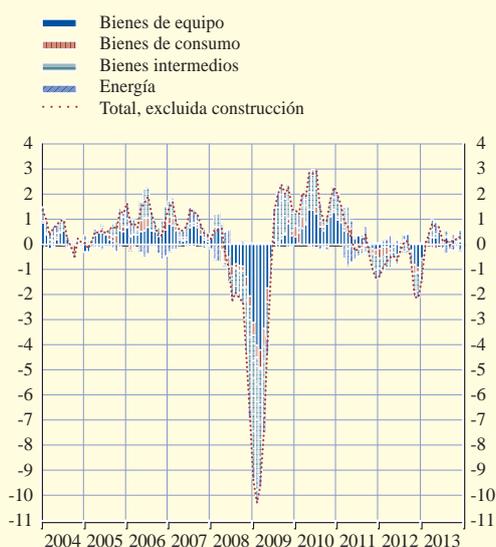
### INDUSTRIA EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN

El valor añadido de la industria, excluida la construcción, aumentó un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2013, tras un ligero avance en el trimestre anterior. Sin embargo, la producción solo creció de forma moderada, habiendo sido nula (en términos intertrimestrales) en el trimestre precedente (véase gráfico 52). Este crecimiento intertrimestral estuvo impulsado por los bienes de equipo, los bienes de consumo no duradero y, especialmente, los bienes intermedios, que siguieron siendo la variable que más contribuyó a la diferencia con respecto a los niveles de producción anteriores a la crisis. La evolución más reciente observada en la industria ha coincidido con una mejora de la demanda, como indican las encuestas de opinión de la Comisión Europea.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo señalan una expansión moderada de la actividad en la industria en el primer trimestre de 2014. En el cuarto trimestre de 2013, 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 indicador de nuevos pedidos totales, registró un avance del 0,2%, en tasa intertrimestral, inferior al del trimestre anterior. No obstante, los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican que las expectativas sobre la cartera de pedidos para los tres próximos meses mejoraron adicionalmente en el período de tres meses transcurrido hasta febrero. Además, en enero y febrero de

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

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

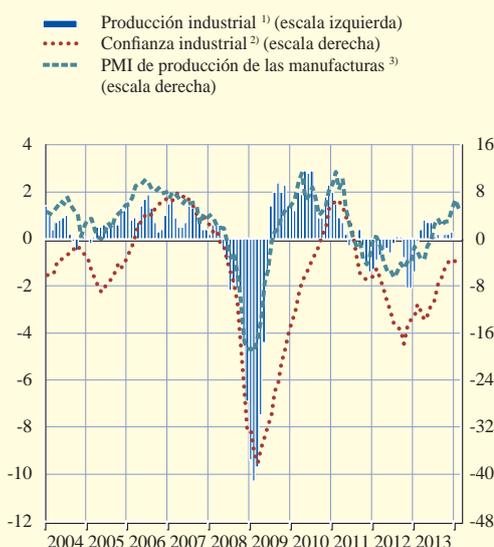


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-18. Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

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

(datos mensuales; desestacionalizados)



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

Nota: Los datos se refieren al Euro-18. 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.

este año, los índices PMI de producción y de nuevos pedidos de las manufacturas se situaron por encima de los niveles registrados en el cuarto trimestre, hasta superar 50, el umbral teórico de expansión (véase gráfico 53). Además, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea se mantuvo prácticamente estable en enero y febrero en niveles próximos a la media del último trimestre del año pasado.

### CONSTRUCCIÓN

Tras una ligera subida en el tercer trimestre de 2013, el valor añadido de la construcción registró un notable incremento intertrimestral del 0,5 % en el cuarto trimestre, lo que contrasta con la evolución de la producción de la construcción, que retrocedió un 1 %, en tasa intertrimestral, en el último trimestre del año. De cara al futuro, los indicadores de corto plazo apuntan a una evolución débil, en general, durante el primer trimestre de 2014. Aunque la producción de la construcción creció a una tasa intermensual del 0,9 % en enero, que supuso un buen punto de partida para el primer trimestre, otros indicadores de opinión más puntuales están en línea con una evolución moderada asociada al bajo nivel de confianza y al proceso de desapalancamiento en curso en determinados países de la zona del euro. Por ejemplo, el indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea se situó, en enero y febrero, ligeramente por debajo del nivel medio registrado en el cuarto trimestre de 2013. Del mismo modo, la encuesta de la Comisión sobre nuevos pedidos en la construcción también ha caído, indicando que es probable que la evolución futura de la construcción continúe siendo contenida. Otras encuestas presentan un panorama similar: en enero, los índices PMI de producción y de nuevos pedidos de la construcción se situaron por debajo de sus niveles medios en el tercer y cuarto trimestre del año pasado. Además, ambos indicadores registraron niveles inferiores a 50, lo que señala un crecimiento negativo.

### SERVICIOS

El valor añadido de los servicios creció un 0,3 % adicional en el cuarto trimestre, una tasa ligeramente superior a la del trimestre anterior. La reciente expansión de la actividad del sector servicios fue generalizada tanto en los servicios de mercado como en los servicios de no mercado (que incluyen la administración pública, la educación, la sanidad y los servicios sociales). Si se consideran los subsectores, la evolución del valor añadido de los servicios de mercado fue positiva en el cuarto trimestre, salvo en los servicios de información y comunicaciones, que se mantuvieron estables en comparación con el tercer trimestre.

De cara al futuro, las encuestas apuntan a un nuevo crecimiento positivo, aunque moderado, de los servicios a principios de año. Sobre la base de los datos disponibles para los dos primeros meses del primer trimestre, el índice PMI de actividad de este sector se elevó ligeramente por encima de la media del cuarto trimestre. Del mismo modo, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea también mejoró con respecto a la media para el cuarto trimestre de 2014. La confianza fue relativamente elevada en las actividades de empleo y en la programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática.

## 4.3 MERCADO DE TRABAJO

Las cifras relativas a los mercados de trabajo de la zona del euro muestran signos claros de estabilización, en línea con la moderada recuperación de la actividad económica que se ha observado desde la primavera de 2013. Los mercados de trabajo suelen ir a la zaga de la actividad económica, ya que las empresas aumentan fundamentalmente su utilización de la capacidad productiva y las horas trabajadas antes de empezar a contratar de nuevo. Pese a la estabilización general que se observa en la zona del euro, la dinámica de los mercados de trabajo difiere sustancialmente entre países y grupos de edad.

### Cuadro 11 Crecimiento del empleo

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

	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2011	2012	2013 I	2013 II	2013 III	2011	2012	2013 I	2013 II	2013 III
Total de la economía	0,2	-0,6	-0,5	-0,1	0,0	0,2	-1,4	-1,0	0,7	0,1
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-2,1	-2,0	-1,4	1,9	-0,4	-3,1	-2,9	-0,5	0,8	-0,4
Industria	-1,1	-2,1	-0,8	-0,6	-0,3	-0,8	-3,3	-1,6	1,1	-0,2
Excluida construcción	0,0	-1,0	-0,5	-0,4	-0,3	0,7	-2,0	-1,2	1,4	-0,1
Construcción	-3,8	-4,6	-1,6	-1,1	-0,3	-3,9	-6,1	-2,4	0,6	-0,5
Servicios	0,7	-0,1	-0,3	0,0	0,1	0,8	-0,7	-0,8	0,5	0,2
Comercio y transporte	0,6	-0,8	-0,4	0,0	0,0	0,3	-1,6	-0,8	0,7	0,3
Información y comunicaciones	1,2	1,2	-0,2	0,1	-0,1	1,4	0,6	0,0	0,3	-0,4
Actividades financieras y de seguros	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,8	-0,2	0,3	0,1
Actividades inmobiliarias	0,3	-0,6	-0,7	0,5	0,4	0,9	-1,4	-0,1	1,0	-0,3
Actividades profesionales	2,5	0,7	-0,6	0,5	0,4	2,7	0,4	-1,0	0,8	0,3
Administración pública	0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,5	-0,5	-0,9	0,4	0,1
Otros servicios <sup>1)</sup>	0,1	0,7	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	0,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

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

El número de personas ocupadas en la zona del euro se mantuvo estable en el tercer trimestre de 2013 por segundo trimestre consecutivo (véase cuadro 11), aunque con marcadas diferencias entre países. De los principales sectores económicos, solo los servicios mostraron un crecimiento positivo en el tercer trimestre, mientras que la industria (excluida la construcción), la agricultura y la construcción registraron variaciones negativas del empleo, en términos intertrimestrales.

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

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

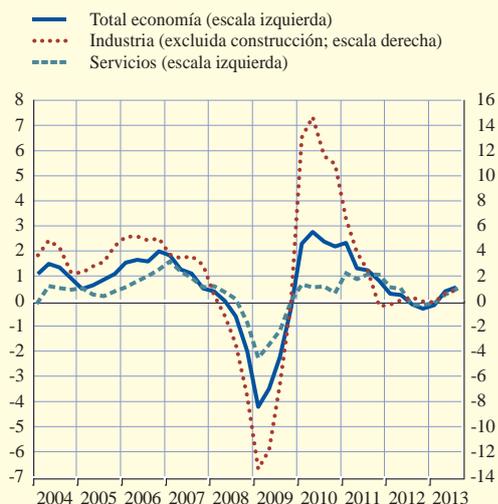


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los datos se refieren al Euro-18. Los saldos netos están ajustados a la media.

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

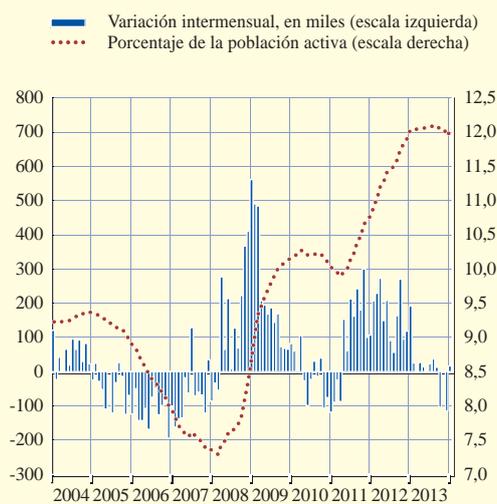
(tasas de variación interanual)



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

**Gráfico 56 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

El total de horas trabajadas se incrementó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2013, tras un aumento del 0,7 % en el segundo trimestre del año. Sin embargo, la evolución del segundo trimestre puede haber reflejado un repunte tras la contracción ocasionada por las bajas temperaturas en algunas regiones de la zona del euro durante el primer trimestre de 2013. Pese a ello, la evolución de las horas trabajadas en el segundo y tercer trimestre del año podría deberse también a algunas mejoras cíclicas en las condiciones de los mercados de trabajo, ya que la normalización de las horas trabajadas suele producirse antes de que aumenten las contrataciones.

Aunque los resultados de las encuestas siguen mostrando niveles reducidos de empleo, prevén, sin embargo, una mejora general en el último trimestre de 2013 y comienzos de 2014 (véase gráfico 54), lo que sugiere que el empleo podría haber mejorado adicionalmente en torno a finales de año. Los indicadores adelantados también señalan una ligera mejora en la situación de los mercados laborales, siendo este el caso, en particular, de las manufacturas, para las que los resultados de las encuestas indican un crecimiento del empleo positivo en el futuro próximo.

La productividad del trabajo por persona ocupada registró un avance del 0,5 %, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2013, tras el aumento del 0,4 % observado en el segundo trimestre (véase gráfico 55). La productividad por hora trabajada aumentó a un ritmo similar, en línea con el ligero incremento del total de horas trabajadas. Se prevé que el crecimiento de la productividad haya repuntado levemente de nuevo en el último trimestre de 2013, debido a la recuperación en curso y al habitual retardo con el que responde el crecimiento del empleo a la actividad económica.

En consonancia con la evolución del empleo, la tasa de paro de la zona del euro parece haber alcanzado su cota máxima (véase gráfico 56). Esta tasa se redujo 0,1 puntos porcentuales, hasta el 12 %, en octubre de 2013, su primera caída mensual desde abril de 2011. Entre octubre de 2013 y enero de 2014, la tasa de desempleo se mantuvo estable, pese al descenso general observado en el número de parados. Una señal

alentadora es que este descenso y esta estabilización han sido relativamente generalizados en todos los grupos de edad. No obstante, en enero de 2014 la tasa de desempleo total se mantuvo más de 2 puntos porcentuales por encima de su mínimo, alcanzado en abril de 2011. Por lo que se refiere a 2013 en su conjunto, la tasa de paro se situó, en promedio, en el 12,1 %, frente a la media del 11,4 % registrada en 2012. De cara al futuro se espera que la tasa de desempleo siga reduciéndose gradualmente, aunque un ritmo lento.

#### 4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La evolución de los indicadores de confianza basados en encuestas hasta febrero es coherente con el mantenimiento de un crecimiento moderado también en el primer trimestre de este año. De cara al futuro, se espera que la recuperación actual prosiga, aunque a un ritmo lento. En particular, deberían materializarse algunas mejoras adicionales en la demanda interna, favorecidas por la orientación acomodaticia de la política monetaria, una mejora de las condiciones de financiación y los avances realizados en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales. Además, las rentas reales se han visto respaldadas por el descenso de los precios de la energía. Se espera asimismo que la actividad económica se vea impulsada por un fortalecimiento gradual de la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, aunque el desempleo en la zona se está estabilizando, sigue siendo elevado, y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado seguirán afectando al ritmo de la recuperación económica.

En las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro se prevé que el PIB real aumente un 1,2 % en 2014, un 1,5 % en 2015 y un 1,8 % en 2016. Si se compara con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2013 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el crecimiento del PIB real para 2014 se ha revisado ligeramente al alza (véase el artículo «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», en el presente Boletín Mensual).

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

## 5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las previsiones económicas europeas de invierno de 2014 de la Comisión Europea, los desequilibrios presupuestarios de la zona del euro siguen reduciéndose. Se estima que el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona ha descendido del 3,7% del PIB registrado en 2012 al 3,1% del PIB de 2013 y se prevé que siga disminuyendo, hasta situarse en el 2,6% del PIB en 2014. Se espera que la deuda agregada de las Administraciones Públicas registre un máximo de casi el 96% del PIB en 2014 y que caiga en 2015 por primera vez desde el inicio de la crisis económica y financiera. Pese a los considerables avances realizados en materia de consolidación fiscal durante los últimos años, se precisan nuevos esfuerzos de ajuste para lograr unas finanzas públicas sostenibles en la zona del euro. Así pues, la tarea de reconducir las elevadas ratios de deuda pública —que en algunos países siguen aumentando— hacia una trayectoria descendente debe seguir siendo prioritaria. Para cosechar los beneficios del marco reforzado de gobernanza presupuestaria de la UE es importante que los países cumplan estrictamente las reglas fiscales y apliquen en su totalidad las disposiciones del pacto fiscal (fiscal compact) en las fechas acordadas.

### EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2013 Y 2014

Según las previsiones económicas de invierno de 2014 de la Comisión Europea, en la zona del euro continúa el proceso de consolidación fiscal. Se estima que el déficit presupuestario agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro ha descendido del 3,7% del PIB registrado en 2012 al 3,1% del PIB de 2013 (véanse cuadro 12 y gráfico 57). Este descenso se debe al incremento de los ingresos de las Administraciones Públicas en relación con el PIB, que se estima que ha aumentado 0,6 puntos porcentuales, hasta situarse en el 46,8% del PIB en 2013, mientras que los gastos en relación con el PIB se han mantenido inalterados en el 49,9% del PIB.

Las previsiones indican que la deuda pública agregada en relación con el PIB ha crecido en torno a 3 puntos porcentuales, hasta el 95,5% en 2013, como consecuencia, sobre todo, del denominado efecto bola de nieve (es decir, un aumento de la deuda debido a un diferencial positivo entre el tipo de interés nominal y la tasa de crecimiento) y de un efecto al alza sobre la deuda derivado del ajuste déficit-deuda, al tiempo que se vaticina que la contribución del déficit primario ha sido marginal.

En cuanto a la evolución de las finanzas públicas en 2014, las previsiones económicas de invierno de 2014 de la Comisión Europea prevén un descenso adicional de la ratio de deuda de las Administraciones Públicas

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

(en porcentaje del PIB)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
a. Ingresos totales	45,0	44,9	44,8	45,3	46,2	46,8	46,8	46,5
b. Gastos totales	47,1	51,2	51,0	49,5	49,9	49,9	49,4	49,0
De los cuales:								
c. Gasto por intereses	3,0	2,9	2,8	3,0	3,1	3,0	3,0	3,1
d. Gasto primario (b - c)	44,1	48,4	48,2	46,4	46,8	46,9	46,4	46,0
Saldo presupuestario (a - b)	-2,1	-6,4	-6,2	-4,2	-3,7	-3,1	-2,6	-2,5
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,9	-3,5	-3,4	-1,1	-0,6	-0,1	0,5	0,6
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-3,0	-4,5	-5,1	-3,6	-2,6	-1,6	-1,3	-1,8
Deuda bruta	70,1	79,9	85,6	87,9	92,6	95,5	95,9	95,4
Pro memoria: PIB real (tasa de variación)	0,4	-4,5	1,9	1,6	-0,7	-0,4	1,1	1,7

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

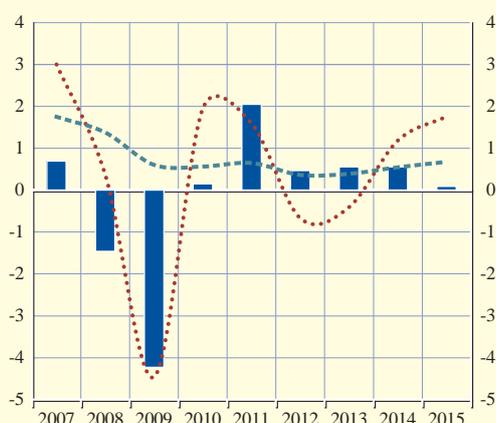
Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Las cifras de 2013 a 2015 son estimaciones. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

Gráfico 57 Determinantes de la evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; tasas de variación)

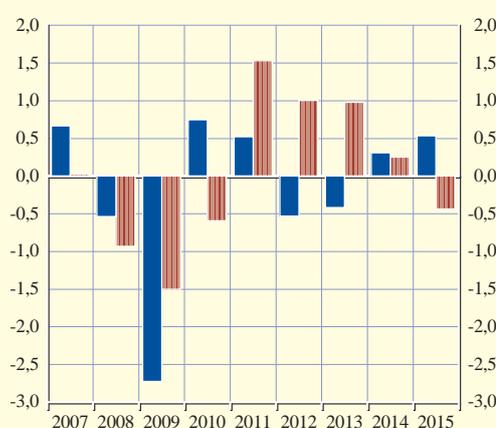
a) Crecimiento del PIB real y variación interanual del saldo presupuestario

- Variación del saldo presupuestario
- Tasa de crecimiento del PIB real
- Tasa de crecimiento del PIB potencial



b) Variaciones interanuales del saldo presupuestario ajustado de ciclo y del componente cíclico del saldo presupuestario observado

- Variación del componente cíclico del saldo presupuestario observado
- Variación del saldo presupuestario observado ajustado de ciclo



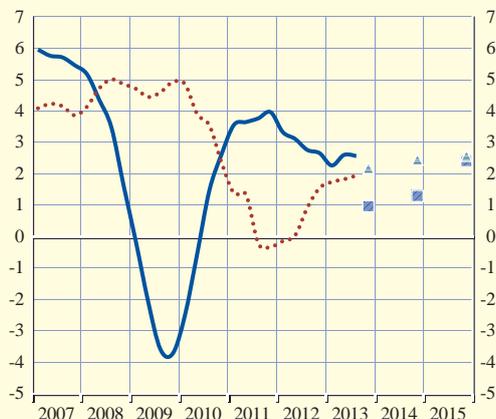
Fuentes: Eurostat, previsiones económicas de invierno de 2014 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro para el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2013, y a las proyecciones anuales para 2013, 2014 y 2015 de las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión Europea.

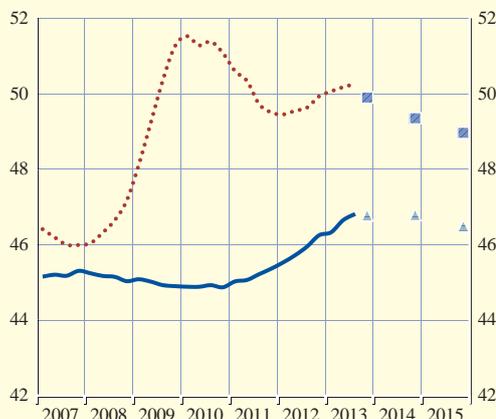
Gráfico 58 Estadísticas trimestrales de finanzas públicas y proyecciones para la zona del euro

- Ingresos totales (datos trimestrales)
- Gasto total (datos trimestrales)
- ▲ Ingresos totales (datos anuales - previsiones de la Comisión Europea)
- Gasto total (datos anuales - previsiones de la Comisión Europea)

a) Tasa de crecimiento interanual de sumas móviles de cuatro trimestres



b) Sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en Eurostat, datos nacionales y previsiones económicas de invierno de 2013 de la Comisión Europea.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Los gráficos muestran la evolución de los ingresos y los gastos totales en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2013 y las proyecciones anuales para 2013, 2014 y 2015 de las previsiones económicas de invierno de 2013 de la Comisión Europea.

de la zona del euro, y se proyecta que disminuya hasta el 2,6% del PIB en 2014 y que caiga ligeramente más, hasta el 2,5% del PIB, en 2015. Este descenso está en línea con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE sobre la evolución de las finanzas públicas en 2014 y 2015<sup>1</sup>. La reducción esperada del déficit en 2014-2015 procede de una disminución gradual de la ratio de gasto, que la Comisión prevé que caiga hasta el 49% del PIB en 2015, impulsada por un descenso del gasto primario, al tiempo que se espera que la ratio de ingresos registre un ligero retroceso, hasta situarse en el 46,5% del PIB, en 2015 (véanse cuadro 12 y gráfico 58). Además de las medidas de recorte del gasto, el descenso previsto del gasto primario también refleja, en parte, la retirada del apoyo al sector financiero en algunos países.

Según las previsiones de la Comisión y de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE, la deuda agregada de las Administraciones Públicas de la zona del euro registrará un máximo de casi el 96% del PIB en 2014 y disminuirá posteriormente, por primera vez desde el inicio de la crisis<sup>2</sup>, como resultado, principalmente, del impacto a la baja de una mejora gradual del saldo presupuestario primario sobre la deuda. Se proyecta que el saldo primario registre un superávit del 0,5% del PIB en 2014 y que mejore ligeramente, hasta situarse en el 0,6% del PIB, en 2015.

#### EVOLUCIÓN Y PLANES PRESUPUESTARIOS EN ALGUNOS PAÍSES

En los últimos años, los países de la zona del euro han realizado sustanciales avances en la corrección de los desequilibrios presupuestarios. Durante la crisis, 16 países de la zona estuvieron sujetos a un procedimiento de déficit excesivo (PDE), y en cuatro de ellos el procedimiento se ha concluido (Alemania, Italia, Letonia y Finlandia). Según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, se espera que Bélgica y Austria hayan corregido sus déficits excesivos de una manera sostenible en 2013, el plazo fijado en el PDE. Por el contrario, en Eslovaquia se prevé que el déficit aumente de nuevo por encima del valor de referencia en 2014, poniendo en peligro el objetivo de lograr una corrección sostenible del déficit excesivo en el plazo de 2013 fijado en el PDE. Eurostat publicará en abril las cifras definitivas correspondientes al saldo de las Administraciones Públicas en 2013. Además, según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, si no se adoptan medidas de consolidación adicionales, existe el riesgo de que varios países con plazos fijados en 2014 y 2015 no logren corregir a tiempo y de manera sostenible sus déficits excesivos. En el caso de los Países Bajos, según las previsiones de la Comisión de invierno de 2014 publicadas el 24 de febrero de 2014, no se espera que el déficit excesivo se haya corregido en 2014, el plazo fijado en el PDE, mientras que más recientemente (el 4 de marzo de 2014) el Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis estimó que el déficit caerá por debajo del umbral del 3% en 2014. El 5 de marzo de 2014, la Comisión hizo uso de sus nuevas facultades recogidas en los reglamentos que componen el denominado «two-pack», emitiendo recomendaciones autónomamente para Francia y Eslovenia, a fin de llamar su atención sobre el riesgo de incumplir la fecha establecida en el PDE y de solicitar medidas de consolidación fiscal adicionales (véase recuadro 6)<sup>3</sup>.

A continuación se presenta un breve análisis de la evolución presupuestaria reciente y de los planes presupuestarios elaborados para cumplir los objetivos fiscales en los países más grandes de la zona del euro y en los países que están acogidos a un programa de la UE y el FMI o que lo han concluido recientemente.

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

2 El nivel de la ratio de deuda es más elevado en las previsiones de la Comisión Europea que en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE. Mientras que la Comisión publica datos de deuda en base no consolidada, las proyecciones del BCE corrigen el agregado para la zona del euro por los préstamos intergubernamentales, de conformidad con las prácticas de Eurostat.

3 Véanse las recomendaciones de la Comisión Europea para Francia ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/30\\_edps/other\\_documents/2014-03-05\\_fr\\_commission\\_recommendation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/other_documents/2014-03-05_fr_commission_recommendation_en.pdf)) y Eslovenia ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/30\\_edps/other\\_documents/2014-03-05\\_si\\_commission\\_recommendation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/other_documents/2014-03-05_si_commission_recommendation_en.pdf)), publicadas el 5 de marzo de 2014.

Alemania ha alcanzado el equilibrio presupuestario en 2013, según los últimos datos publicados por el Statistisches Bundesamt. Las perspectivas para 2014 y años posteriores dependerán principalmente de las revisiones del presupuesto para 2014 y del plan fiscal a medio plazo que lleve a cabo el nuevo Gobierno, que se espera que se anuncien a mediados de marzo. Por lo que se refiere al sistema de pensiones, el Gobierno ya ha eliminado las reducciones planificadas de los tipos de cotización —previstas inicialmente para 2014— para financiar pagos adicionales de pensiones que beneficiarán, en particular, a las madres, y para facilitar la jubilación anticipada a los que hayan cotizado al menos 45 años.

En Francia, según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, se estima que el déficit público ha sido del 4,2% del PIB en 2013, en comparación con el objetivo de déficit del 3,9% del PIB recogido en el PDE revisado. Se prevé que el déficit caiga ligeramente, hasta el 4% del PIB, en 2014, frente al objetivo del 3,6% del PIB, pese al ahorro previsto cercano al 0,7% del PIB (derivado de la moderación de los salarios públicos, de la reducción de la inversión, del aplazamiento de la indexación de las pensiones, de la reforma de las prestaciones familiares en el sistema de seguridad social y de la disminución del gasto sanitario), y que registre una caída ligeramente mayor en 2015, hasta situarse en el 3,9% del PIB. Como resultado, el plazo de 2015 fijado para corregir el déficit excesivo puede que no se cumpla, y se estima que la deuda en relación con el PIB mantendrá su senda ascendente hasta el final del horizonte de las proyecciones en 2015. El 14 de enero de 2014, el Gobierno anunció el «Pacto de Responsabilidad», que conlleva, por el lado de los ingresos, la eliminación de las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores destinadas a prestaciones financieras para las familias (30 mm de euros) y confirmó sus planes de alcanzar el objetivo a medio plazo de un presupuesto equilibrado en términos estructurales en 2016 y de recortar el gasto público en más de 50 mm de euros en 2015-2017. Sin embargo, aún se desconoce su impacto general en las finanzas públicas. De cara al futuro, es importante que se intensifiquen los esfuerzos en materia de consolidación —como ha recomendado recientemente la Comisión—, para lograr la corrección oportuna del déficit excesivo y avances suficientes hacia el objetivo a medio plazo.

En Italia, el déficit de las Administraciones Públicas se mantuvo en el 3% del PIB en 2013, según las últimas cifras publicadas por el instituto italiano de estadística, ISTAT, sin cambios con respecto al año anterior y ligeramente por encima del objetivo del 2,9% del PIB establecido en la actualización del Programa de Estabilidad de 2013. Según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, se prevé que el déficit en relación con el PIB disminuya hasta el 2,6% en 2014 y hasta el 2,2% en 2015. En noviembre de 2013, la Comisión recomendó la adopción de medidas de consolidación adicionales para garantizar el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (es decir, alcanzar el objetivo a medio plazo de un presupuesto estructural equilibrado en 2014 y efectuar los avances suficientes hacia el cumplimiento del criterio de deuda durante el período de transición). No obstante, hasta la fecha, no se han observado avances tangibles en relación con la recomendación de la Comisión. De cara al futuro, es importante que se adopten las medidas necesarias para garantizar el cumplimiento de los requisitos del componente preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, especialmente en lo que respecta a situar la ratio de deuda en relación con el PIB en una senda descendente, como también ha subrayado recientemente la Comisión Europea en el contexto del análisis complementario llevado a cabo para Italia.

En España, según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, se estima que el déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB ha sido del 7,2% en 2013 (6,7% si se excluye el apoyo a las entidades de crédito), es decir, ligeramente por encima del objetivo de Gobierno (6,5%, si se excluye el apoyo a las entidades de crédito). De cara al futuro, la Comisión prevé una ratio de déficit del 5,8% del PIB en 2014, en consonancia con el objetivo fijado en el PDE, y del 6,5% del PIB en 2015, es decir, por encima del objetivo del PDE fijado en el 4,2%. Se espera que el ajuste estructural sea

considerablemente menor del recomendado, mientras que las previsiones actuales para el crecimiento del producto y la brecha de producción son más favorables que aquellas en las que se basó la recomendación del PDE. Son necesarias nuevas medidas para aumentar los ingresos y/o reformas de recorte del gasto para seguir la senda de consolidación presupuestaria prevista para 2014-2016 y revertir la tendencia al alza de la ratio de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB, que se situó en el 94 % a finales de 2013.

En Grecia, los últimos datos sugieren que el objetivo de saldo primario para 2013 establecido en el programa de ajuste de la UE y el FMI se ha cumplido por un margen considerable. El abultado déficit primario en relación con el PIB, del 8,8 %, estimado por la Comisión Europea en sus previsiones de invierno de 2014 oculta este hecho al reflejar también los costes extraordinarios de la recapitalización bancaria (11 % del PIB) y otros factores, que se excluyen de la definición de saldo primario del programa. En 2013, el hecho de que se haya superado el objetivo fiscal se debe fundamentalmente a que el gasto primario fue inferior al previsto. En el período próximo, el programa de ajuste contempla un aumento del superávit primario en relación con el PIB, con objetivos del 1,5 % en 2014, del 3 % en 2015 y del 4,5 % en 2016.

En Portugal, el déficit de caja en 2013 fue considerablemente inferior al objetivo, debido en parte a unos resultados macroeconómicos mejores de lo esperado, y las autoridades estiman que se ha cumplido el objetivo de déficit establecido en el programa de ajuste de la UE y el FMI (del 5,5 % del PIB, excluido el apoyo al sector bancario). Según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, que prevén un déficit del 2,5 % del PIB en 2015, Portugal va por el buen camino para cumplir el plazo de 2015, fijado en el PDE. En diciembre de 2013, una de las medidas planificadas para 2014 fue declarada inconstitucional por el Tribunal Constitucional. Sin embargo, las autoridades la han sustituido rápidamente por medidas con un efecto equivalente.

En Irlanda, basándose en los datos de caja de la Administración Central correspondientes a 2013, se espera que el déficit presupuestario en 2013 haya sido inferior al objetivo de déficit del 7,5 % del PIB, establecido en el PDE, como consecuencia de los fuertes controles del gasto y del cumplimiento de los planes relativos a los ingresos. Las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión estiman que la ratio de déficit disminuirá del 7,2 % del PIB en 2013 al 4,8 % del PIB en 2014, y que la ratio de deuda pasará de un máximo del 122,3 % del PIB en 2013 al 120,3 % del PIB en 2014. El programa de ajuste de la UE y el FMI se concluyó satisfactoriamente. El país retornó con éxito a los mercados de renta fija con una subasta de deuda pública a comienzos de enero de 2014, que permitió a Irlanda colocar casi la mitad de las emisiones de deuda planificadas para 2014.

En Chipre, los objetivos fiscales para 2013 se cumplieron por un margen considerable, debido a una prudente ejecución presupuestaria y a una recesión menos severa de lo que se anticipaba. Según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, se espera que el déficit público haya sido del 5,5 % del PIB en 2013, en comparación con el 7,8 % del PIB estimado en el momento en que se llevó a cabo la segunda evaluación del programa de ajuste de la UE y el FMI para Chipre en diciembre de 2013. La tercera evaluación del programa de ajuste de Chipre se dio por terminada el 11 de febrero de 2014. En sus previsiones de invierno de 2014, la Comisión Europea espera que el déficit público sea del 5,8 % del PIB en 2014, frente al 7,1 % del PIB proyectado en el momento en que se realizó la segunda evaluación del programa de ajuste de Chipre. Para conseguir estos resultados, el presupuesto debe aplicarse con prudencia. Como se acordó al comienzo del programa, en años posteriores será preciso efectuar ajustes adicionales para lograr el objetivo a largo plazo de mantener un superávit primario del 4 % del PIB, necesario para situar a la deuda pública en una senda a la baja sostenible.

## RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL

Aunque se han realizado avances sustanciales en material de consolidación presupuestaria, son necesarios nuevos esfuerzos de ajuste para lograr unas finanzas públicas sostenibles en la zona del euro. La tarea de situar las elevadas ratios de deuda en una clara senda descendente debe, por tanto, seguir siendo prioritaria.

Con las mejores perspectivas de crecimiento, existe el riesgo de caer en la complacencia. Según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, se prevé que el ajuste estructural de las finanzas públicas de la zona del euro se reduzca a 0,1 puntos porcentuales en 2014, es decir, que caiga muy por debajo del 0,5 % del PIB, que es el requisito mínimo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Para llevar a cabo un seguimiento oportuno y efectivo de la evaluación realizada por la Comisión de los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro, que detectó riesgos de incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la utilización por parte de la Comisión de sus nuevas facultades de conformidad con el marco reforzado de gobernanza presupuestaria constituye un avance satisfactorio (véase recuadro 6).

Las estrategias de consolidación fiscal de los países deberían ir encaminadas a mejorar la calidad y la eficiencia del gasto público, sustentándose en reformas estructurales de las finanzas públicas dirigidas al gasto público no productivo, al tiempo que minimizan los efectos distorsionadores de los impuestos. Además de beneficiar a largo plazo a las finanzas públicas, cabe esperar que estas mejoras limiten adicionalmente el posible efecto adverso de la consolidación presupuestaria sobre el crecimiento.

En los últimos años se han realizado progresos sustanciales en el fortalecimiento del marco de gobernanza presupuestaria de la UE. Un hito del marco es el pacto fiscal (*fiscal compact*), que entró en vigor el 1 de enero de 2013 como parte del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TECG). El principal objetivo del pacto fiscal es reforzar la disciplina presupuestaria nacional y fomentar la adhesión nacional al marco de gobernanza de las finanzas públicas de la UE. En concreto, las partes contratantes están obligadas a transponer a sus legislaciones nacionales el compromiso de alcanzar un presupuesto equilibrado en términos estructurales y a introducir un mecanismo de corrección automático para hacer frente a posibles desviaciones. La fecha de aplicación del pacto fiscal se fijó para un año después de que entrara en vigor el TECG, es decir, el 1 de enero de 2014<sup>4</sup>. Por lo tanto, a fin de cosechar todos los beneficios del marco reforzado, es importante que los países cumplan plenamente los requisitos y apliquen las nuevas disposiciones. Aunque la mayoría de los países han cumplido los plazos, parece haber importantes diferencias entre ellos en cuanto a la transposición del pacto fiscal a la legislación nacional. Ciertamente, algunos países aún no han establecido los instrumentos jurídicos necesarios. En este contexto, se espera que la Comisión Europea evalúe «en su debido momento» si los países han aplicado el pacto fiscal<sup>5</sup>. Si la Comisión encuentra casos de incumplimiento, se espera que los países adopten con celeridad las medidas necesarias para ajustar su legislación en consecuencia. El éxito del pacto fiscal y, por tanto, de la credibilidad del marco reforzado de gobernanza dependerá fundamentalmente de si los países cumplen plenamente sus compromisos.

4 Para los países de la zona del euro que no habían ratificado el TECG el 1 de enero de 2013, el plazo para aplicar el pacto fiscal se ha fijado para un año después de que ratifiquen el TECG.

5 Véase el artículo 8 del TECG.

## PRINCIPALES RETOS PARA LA SUPERVISIÓN DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS Y PRESUPUESTARIAS EN EL MARCO DEL SEMESTRE EUROPEO 2014

La acumulación de vulnerabilidades en los países de la zona del euro durante la crisis económica y financiera y en el período anterior se debió, en parte, al insuficiente cumplimiento de las reglas acordadas en las que se sustenta la UEM, como establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), así como a la insuficiente efectividad de la coordinación general de las políticas económicas de la UE. Además, la UEM carecía de un instrumento para abordar la aparición de desequilibrios macroeconómicos. En respuesta a ello, el marco de gobernanza económica y presupuestaria de la UE se ha mejorado, principalmente mediante la legislación que conforma el denominado «six-pack» y los reglamentos del «two-pack», que entraron en vigor en diciembre de 2011 y mayo de 2013, respectivamente<sup>1</sup>. La formulación de recomendaciones de política económica y la supervisión específica de cada país por parte de la UE se efectúan a lo largo de todo el año en el contexto del «Semestre europeo», e incluyen tanto las políticas presupuestarias como las económicas. Estas reformas tienen como objetivo asegurar que los países corrijan anteriores desequilibrios presupuestarios y macroeconómicos y realicen los ajustes necesarios para evitar crisis futuras. En vista de la experiencia de los últimos años con la aplicación del marco de gobernanza reforzado, en este recuadro se presentan los principales retos para el Semestre europeo 2014.

### El Semestre europeo 2014

El Semestre europeo 2014 se inició con la publicación del Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento de la Comisión Europea, que proporciona orientaciones generales de política sobre áreas en las que es prioritario adoptar medidas a escala nacional y de la UE en noviembre de 2013, del Informe sobre el Mecanismo de Alerta, en el que los Estados miembros son objeto de un minucioso análisis para detectar la existencia de desequilibrios económicos, y del examen de los proyectos de planes presupuestarios para 2014. El Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento de 2014 destacaba acertadamente que sigue siendo necesario que los países de la UE y de la zona del euro lleven a cabo sustanciales reformas estructurales, especialmente aquellas que fomenten el crecimiento a corto y medio plazo. En cuanto a las políticas presupuestarias, el estudio subrayaba la urgente necesidad de continuar con la consolidación fiscal, diseñada de forma que favorezca el crecimiento, con el fin de reducir unas ratios de deuda persistentemente elevadas y que con frecuencia siguen aumentando. En meses posteriores del año, la Comisión presta asesoramiento a cada país en forma de recomendaciones específicas.

### Necesidad de una aplicación más estricta de las recomendaciones específicas para cada país

Las recomendaciones específicas para los países de la zona del euro son particularmente importantes para asegurar que las políticas nacionales no planteen un riesgo para el buen funcionamiento de la UEM. En este contexto, el cumplimiento de estas recomendaciones debe ser objeto de un estrecho seguimiento. Si se consideran los dos últimos Semestres europeos, la evaluación de la Comisión indica que el cumplimiento de las recomendaciones en 2012 y 2013 ha sido limitado, en general, es decir, que las reformas necesarias no se han aplicado suficientemente<sup>2</sup>. Para garantizar un mayor

<sup>1</sup> 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.

grado de aplicación en el futuro, sería conveniente que las recomendaciones estuvieran más vinculadas a plazos, especialmente para temas acuciantes, estableciendo plazos de aplicación dentro del año. Por otra parte, el seguimiento actual del cumplimiento de las recomendaciones específicas para cada país podría reforzarse a fin de seguir de cerca la aplicación de las reformas necesarias durante el ciclo económico.

### La supervisión económica debe asegurar la detección y corrección de los desequilibrios excesivos subsistentes

En 2011 se introdujo un proceso específico de supervisión macroeconómica en la UE con el procedimiento de desequilibrio macroeconómico, que facilita la detección, prevención y corrección de estos desequilibrios en la UE. Aunque los países de la zona del euro han empezado a corregir los desequilibrios generales, el nivel subsistente hace que algunos países sean notablemente vulnerables a perturbaciones adversas que podrían llevar a correcciones desordenadas. Estas correcciones desordenadas perjudican el buen funcionamiento de la UEM. Por lo tanto, el procedimiento de desequilibrio excesivo —el componente corrector del procedimiento de desequilibrio macroeconómico— debería aplicarse en todos los casos en los que se considere que los desequilibrios son excesivos. De hecho, en el caso de los países de la zona del euro, el procedimiento de desequilibrio excesivo ofrece el mayor grado de exigencia a los que registren desequilibrios excesivos, ya que prevé la puesta en práctica de un plan de medidas correctoras por parte del país en cuestión cuyo cumplimiento pueda exigirse a través de sanciones económicas. La correcta aplicación de este instrumento permitiría realizar una vigilancia más estrecha y contribuiría a asegurar que las medidas previstas se implementen íntegramente. No obstante, hasta ahora no se ha iniciado ningún procedimiento de desequilibrio excesivo, pese a considerarse que los desequilibrios eran excesivos en algunos países<sup>3</sup>.

En cuanto al procedimiento de desequilibrio macroeconómico 2014, el 5 de marzo de 2014, la Comisión Europea publicó los exámenes exhaustivos de los desequilibrios en los 17 países de la UE<sup>4</sup> seleccionados. La evaluación de la naturaleza de los desequilibrios se publicó junto con las conclusiones de los exámenes exhaustivos de cada país, en las que se indicaba, entre otras cosas, que los desequilibrios eran excesivos en Croacia, Italia y Eslovenia. No obstante, la decisión sobre el procedimiento de seguimiento adecuado y, lo que es más importante, sobre si iniciar el procedimiento de desequilibrio excesivo en relación con esos países, no se tomará hasta junio de 2014, coincidiendo con la publicación de las recomendaciones específicas para cada país de 2014.

Los países que anteriormente hayan estado acogidos a un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI están sujetos a una supervisión posterior al programa. Esta supervisión complementa la supervisión económica periódica de los países por parte de la UE, concebida para asegurar que los Estados miembros que concluyan un programa de asistencia financiera preserven la estabilidad financiera y la sostenibilidad presupuestaria. El seguimiento de la supervisión posterior al programa incluye la realización de misiones bianuales en los Estados miembros para evaluar su situación económica, fiscal y financiera y determinar si es necesaria la adopción de medidas adicionales. Para los países sometidos a supervisión posterior al programa, el Consejo de la UE puede recomendar, a propuesta de

2 Véanse los documentos de trabajo de la Comisión Europea de 2012 y 2013 publicados junto con las recomendaciones específicas para cada país.

3 Véase el recuadro titulado «The 2013 Macroeconomic Imbalance Procedure», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2013.

4 La relación de países incluye Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, Alemania, España, Francia, Croacia, Italia, Luxemburgo, Hungría, Malta, Países Bajos, Eslovenia, Finlandia, Suecia y Reino Unido. Irlanda se ha incorporado a esta lista tras concluir el programa de asistencia financiera de la UE y el FMI.

la Comisión, la adopción de medidas correctoras. Asimismo, el Parlamento Europeo y el parlamento nacional del país en cuestión pueden intercambiar opiniones sobre la supervisión posterior al programa.

### **Los avances hacia la consecución de unas posiciones presupuestarias saneadas deben continuar a medio plazo en consonancia con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento**

En los cinco últimos años, los países de la zona del euro han avanzado considerablemente en la corrección de los desequilibrios presupuestarios acumulados durante la crisis y con anterioridad. No obstante, todavía son necesarios considerables ajustes estructurales adicionales para asegurar que cumplan sus objetivos presupuestarios a medio plazo, de modo que garanticen unas posiciones presupuestarias saneadas en el medio plazo. Por otra parte, aunque la Comisión Europea espera que la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro en relación con el PIB se establezca en 2014 y se reduzca en 2015, se prevé que las ratios de deuda pública continúen aumentando hasta el final del horizonte de previsión (2015) en ocho de los 18 países de la zona. En las orientaciones de política fiscal publicadas en febrero de 2014 en el contexto del Semestre europeo 2014, el Consejo de la UE subrayó que «es esencial que todos los Estados miembros continúen aplicando la estrategia de consolidación fiscal diferenciada y que impulse el crecimiento acordada, a fin de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas».

Pese a que, con frecuencia, las necesidades de consolidación subsistentes son considerables, los proyectos de planes presupuestarios para 2014 de los países de la zona del euro no acogidos a un programa de asistencia financiera, publicados por la Comisión Europea el 15 de noviembre de 2013, mostraban una mejora estructural de solo el 0,23 % del PIB en 2014 para la zona del euro en su conjunto, sustancialmente por debajo del valor de referencia del 0,5 % del PIB previsto en el PEC<sup>5</sup>. En consecuencia, los dictámenes de la Comisión emitidos cuando se efectuó la evaluación de los planes pusieron de relieve que existía el riesgo de que, si no se adoptaban medidas adicionales, los esfuerzos estructurales que debían realizarse no fueran suficientes para cumplir los compromisos adquiridos en el marco del PEC en 2014 en muchos países de la zona, en particular en España, Italia, Luxemburgo, Malta y Finlandia. Según las previsiones económicas de invierno de 2014 de la Comisión Europea, el saldo estructural de España, Italia y Malta será ligeramente superior al esperado en otoño de 2013, aunque no será suficiente para cumplir las exigencias del PEC en ninguno de estos tres Estados miembros. No obstante, en siete países (Bélgica, Alemania, Estonia, Francia, Luxemburgo, Países Bajos y Eslovenia), se prevé que, en 2014, el saldo estructural mejore en menor medida o experimente un deterioro mayor de lo esperado en otoño, y únicamente en Austria y Finlandia es probable que el ajuste sea acorde con las previsiones. En consecuencia, se espera que, en conjunto, la mejora del saldo estructural en 2014 siga atenuándose y que solo sea equivalente al 0,13 % del PIB, justo una cuarta parte del valor de referencia del 0,5 % del PIB establecido en el PEC. En este contexto, la Comisión utilizó las nuevas competencias que le atribuyen los reglamentos que conforman el denominado «two-pack» para formular recomendaciones a Francia y Eslovenia el 5 de marzo de 2014, de conformidad con el artículo 11, apartado 2, del Reglamento (UE) n° 473/2013. Estos dos países deben esforzarse por cumplir íntegramente las recomendaciones formuladas por el Consejo de la UE en el marco de sus procedimientos de déficit excesivo. A tal fin, se espera que presenten detalladamente las medidas necesarias en una sección específica de las actualizaciones de los programas de estabilidad 2014 que se publicarán próximamente. Si estas medidas se consideran insuficientes, los procedimientos podrán acelerarse.

5 Véase también el recuadro titulado «Consolidación fiscal en la zona del euro: avances realizados y planes para 2014», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2013.

**Esfuerzos estructurales en respuesta a los dictámenes de la Comisión Europea sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2014**

(en porcentaje del PIB; puntos porcentuales)

Dictamen de la Comisión sobre el cumplimiento de los proyectos de planes presupuestarios para 2014 con el PEC (compromiso en el marco del PEC)	Saldo presupuestario		Esfuerzo estructural		Compromiso de esfuerzo estructural en el marco del PEC
	Objetivo para 2014 fijado en el PDE (si procede)	Previsiones de invierno de 2014	Previsiones de otoño de 2013	Previsiones de invierno de 2014	
<b>«Cumple»</b>					
Alemania (componente preventivo)		0,0	0,0	-0,1	(en el OMP) <sup>1)</sup>
Estonia (componente preventivo)		-0,4	0,5	0,4	0,5 valor de referencia
<b>«Cumple pero sin margen para una posible desviación»</b>					
Francia (plazo límite del PDE: 2015)	-3,6	-4,0	0,7	0,5	0,8
Países Bajos (plazo límite del PDE: 2014)	-2,8	-3,2	0,4	0,0	0,7
Eslovenia (plazo límite del PDE: 2015)	-3,3	-3,9 <sup>2)</sup>	0,7	0,3	0,5
<b>«Cumple en líneas generales»</b>					
Bélgica (plazo límite del PDE: 2013)		-2,6	0,4	0,1	0,5 (valor de referencia de la deuda)
Austria (plazo límite del PDE: 2013)		-2,1	0,1	0,1	0,5 valor de referencia
Eslovaquia (plazo límite del PDE: 2013)		-3,3	-0,8	-0,2	0,5 valor de referencia
<b>«Riesgo de incumplimiento»</b>					
España (plazo límite del PDE: 2016)	-5,8	-5,8	-0,1	0,1	0,8
Italia (Período de transición: valor de referencia de la deuda)		-2,6	0,1	0,2	0,66
Luxemburgo (componente preventivo)		-0,5	-0,6	-0,7	(en el OMP) <sup>1)</sup>
Malta (plazo límite del PDE: 2014)	-2,7	-2,7	-0,1	0,2	0,7
Finlandia (componente preventivo)		-2,5	-0,2	-0,2	0,5 valor de referencia
<b>Pro memoria: Zona del euro</b>			0,23	0,13	0,5

Fuentes: Previsiones de invierno de 2014 de la Comisión Europea y proyectos de planes presupuestarios nacionales para 2014.

1) No se ha fijado ningún objetivo porque el país ha conseguido su objetivo presupuestario a medio plazo.

2) El -3,2% del PIB excluida la recapitalización bancaria.

En 2014 la prioridad será, ante todo, la aplicación efectiva y creíble de los procedimientos de supervisión existentes. En cuanto a las políticas presupuestarias, es esencial que se garantice el cumplimiento de los objetivos de déficit nominal y la realización de los esfuerzos estructurales exigidos en las recomendaciones formuladas en el marco del PDE. Asimismo, es preciso aplicar las reglas fiscales de manera simétrica, en el sentido de que la disciplina presupuestaria también sea de obligado cumplimiento en tiempos económicos favorables, de forma que los países constituyan suficientes reservas fiscales antes de que vuelvan tiempos difíciles<sup>6</sup>. Por otra parte, de cara al futuro, es importante asegurar que las ampliaciones de los plazos fijados en los PDE se concedan solo por un año, de conformidad con el Reglamento vigente<sup>7</sup>.

Al mismo tiempo, el año 2014 representa una oportunidad para mejorar el marco de gobernanza mediante la revisión de la aplicación de la legislación que conforma el denominado «six-pack» que la Comisión debe efectuar antes del final del año. Esta ocasión podría aprovecharse para aclarar adicionalmente la aplicación de las distintas fases del procedimiento de desequilibrio macroeconómico y los procedimientos establecidos en el PEC, y aumentar su coherencia.

6 Véase también el recuadro titulado «La aplicación del procedimiento de déficit excesivo en los Estados miembros de la zona del euro en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2013.

7 El artículo 3, apartado 5, del Reglamento (UE) n° 1467/97, en su versión modificada, prevé la posibilidad de ampliar el plazo «un año por regla general».

## CONCLUSIONES

Aunque los instrumentos del marco de gobernanza económica se han reforzado en los últimos años, hasta ahora, su potencial todavía no se ha explotado plenamente. En este contexto, las principales prioridades en materia de política para el Semestre europeo 2014 continúan siendo la aplicación de reformas estructurales y el ajuste de los desequilibrios macroeconómicos, así como la reducción de las elevadas ratios de deuda mediante la consolidación continua de las finanzas públicas, que debe diseñarse de forma sostenible y que promueva el crecimiento. Para ello es preciso una aplicación efectiva y creíble de los instrumentos de supervisión existentes, entre los que se encuentra el procedimiento de desequilibrio excesivo, cuando los desequilibrios se consideren excesivos en un país, así como una aplicación estricta, coherente y simétrica del marco del PEC.

## ARTÍCULOS

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



*Según las proyecciones, el crecimiento del PIB real seguirá siendo moderado en 2014 y cobrará impulso a partir de 2015. La recuperación gradual de la demanda interna y externa constituirá el factor principal del aumento de la actividad proyectado. La demanda externa se verá favorecida por el fortalecimiento progresivo de la recuperación mundial. La demanda interna se beneficiará de la mejora de la confianza en un entorno con menor incertidumbre, de la orientación muy acomodaticia de la política monetaria y de caídas de los precios del petróleo que deberían respaldar las rentas reales disponibles. Una política fiscal menos restrictiva en los próximos años y la mejora gradual de las condiciones crediticias también favorecerán la demanda interna. Al mismo tiempo, los efectos adversos sobre las perspectivas de crecimiento, derivados de la necesidad de nuevos ajustes en los balances del sector privado y del elevado nivel de desempleo, se reducirán gradualmente durante el horizonte temporal de las proyecciones. El PIB real aumentará un 1,2% en 2014, un 1,5% en 2015 y un 1,8% en 2016.*

*El progresivo fortalecimiento de la demanda y la actual reducción del exceso de capacidad en el contexto de unas expectativas de inflación firmemente ancladas se traducirán en un aumento de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte considerado. La inflación medida por el IAPC en la zona del euro se situará en el 1,0% en 2014, el 1,3% en 2015 y el 1,5% en 2016. Estas moderadas perspectivas de inflación se deberán principalmente a la trayectoria descendente de los precios de los futuros sobre el petróleo y a la actual atonía de la economía. Dadas las crecientes, aunque aún moderadas, presiones sobre los costes internos, en el contexto de la recuperación gradual esperada de la actividad económica, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumentará desde el 1,1% en 2014 hasta el 1,7% en 2016.*

*En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2013, el intervalo de crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado ligeramente al alza. La proyección de inflación medida por el IAPC en 2014 se ha revisado ligeramente a la baja en 0,1 puntos porcentuales para reflejar los últimos datos, y se mantiene sin variación en 2015.*

*En el presente artículo se resumen las proyecciones macroeconómicas de la zona del euro para el período comprendido entre 2014 y 2015 y, por primera vez, para el año 2016. No obstante, las proyecciones para este horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado<sup>2</sup>, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas.*

### ENTORNO INTERNACIONAL

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará gradualmente durante el horizonte contemplado en las proyecciones, desde el 3,4% observado en 2013 hasta el 4,1% en 2016. Aunque el crecimiento ha cobrado cierto impulso en las economías avanzadas en el segundo semestre de 2013, el crecimiento de los mercados emergentes se ha suavizado, debido a la debilidad de la demanda interna, al reducido margen para la aplicación de nuevas políticas internas de apoyo al crecimiento y a las tensiones en los mercados financieros. A corto plazo, los indicadores del clima económico mundial apuntan a una situación favorable para las empresas, que resulta acorde con un fortalecimiento progresivo de la actividad mundial. Aunque recientemente se han producido tensiones en algunas economías emergentes, la situación en los mercados financieros mundiales se ha mantenido en general estable tras

- <sup>1</sup> Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los últimos datos incluidos en este ejercicio fue el 20 de febrero de 2014.
- <sup>2</sup> Véase el artículo titulado «Evaluación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema» en el Boletín Mensual de mayo del 2013.

## Cuadro I Entorno internacional

(tasas de variación anuales)

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

1) Calculado como la media ponderada de las importaciones.

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

la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de comenzar a reducir las compras de activos, en contraste con las turbulencias surgidas a mediados de 2013, cuando la Reserva Federal anunció la posibilidad de reducir las compras de activos por primera vez. Según las proyecciones, la recuperación mundial ganará intensidad gradualmente. En las economías avanzadas, la disminución del apalancamiento del sector privado y la reducción de los esfuerzos de saneamiento presupuestario deberían impulsar la confianza y respaldar la demanda interna, aunque se espera que los mercados de trabajo mejoren solo lentamente. El crecimiento más vigoroso en esas economías debería favorecer a las economías emergentes.

El comercio mundial se ha recuperado recientemente, en consonancia con el ligero repunte de la actividad económica. Los últimos datos apuntan a una mejora a corto plazo. De cara al futuro, se espera que el comercio mundial se refuerce gradualmente y que su elasticidad respecto a la actividad al final del horizonte de proyección continúe en un nivel inferior al registrado antes de la crisis mundial. El comercio mundial (excluida la zona del euro) aumentará desde el 3,8 % en 2013 hasta el 6,2 % en 2016. Considerando que el ritmo de crecimiento de la demanda de los principales socios comerciales de la zona del euro es más lento que el del resto del mundo, se estima que el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro será ligeramente más débil.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2013, las perspectivas de crecimiento mundial apenas se han revisado. La demanda externa de la zona del euro se ha revisado a la baja en 2014, pero se mantiene prácticamente sin variación en 2015. Las revisiones en 2014 reflejan un efecto arrastre negativo debido a una evolución del comercio en el segundo semestre de 2013 inferior a la anteriormente proyectada, que se prevé que continúe a corto plazo.

## 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 12 de febrero de 2014. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del 0,3 % en 2014,

## Supuestos técnicos

	Marzo 2014				Revisiones desde diciembre de 2013 <sup>1</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Euribor a tres meses (en porcentaje, por año)	0,20	0,30	0,40	0,80	0,0	0,0	-0,1
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje, por año)	2,90	2,80	3,20	3,60	0,0	-0,3	-0,3
Precio del petróleo (en USD por barril)	108,80	105,80	101,10	96,90	0,6	1,8	1,9
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-5,20	-2,50	3,10	4,80	0,2	0,1	-0,7
Tipo de cambio USD/EUR	1,33	1,36	1,36	1,36	0,2	0,9	0,8
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (tasa de variación anual)	3,80	1,60	0,00	0,00	0,1	0,8	0,0

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

del 0,4 % en 2015 y del 0,8 % 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 2,8 % en 2014, del 3,2 % en 2015 y del 3,6 % 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 toquen fondo hacia principios de 2014 y que posteriormente suban gradualmente. En cuanto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se considera que los precios del barril de Brent descenderán desde 108,8 dólares estadounidenses en 2013 hasta 96,9 en 2016. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses se reducirán en 2014 y aumentarán en 2015 y 2016<sup>2</sup>.

Se considera que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos de 12 de febrero de 2014. Esto implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,36 entre 2014 y 2016, lo que representa un incremento del 2,1 % respecto al nivel de 2013. En promedio, se estima que el tipo de cambio efectivo del euro se apreciará un 1,6 % respecto a 2013.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro a 20 de febrero 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 probablemente sean aprobadas tras su tramitación legislativa.

- 1 El supuesto referido al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media ponderada de los rendimientos del bono de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual y ampliada por la trayectoria futura derivada del rendimiento de todos los bonos a la par a diez años de la zona del euro elaborada por el BCE, manteniendo constante la discrepancia inicial entre las dos series a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones. Se asume que los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de cada país y la media correspondiente de la zona del euro se mantienen constantes durante el horizonte temporal contemplado.
- 2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de las materias primas alimentarias se basan en los precios de los futuros hasta el final del período de proyección. Los supuestos referidos a otras materias primas no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el primer 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 económico que tiene en cuenta la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimentarias.

En comparación con el Boletín Mensual de diciembre de 2013, las variaciones de los supuestos técnicos son relativamente pequeñas e incluyen un ligero descenso de los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro, un ligero aumento de los precios del petróleo denominados en dólares estadounidenses y una pequeña apreciación del tipo de cambio del euro.

#### PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El PIB real continuó recuperándose moderadamente en el cuarto trimestre de 2013, aumentando en un 0,3% respecto al trimestre anterior, tras crecer a tasas del 0,3% y el 0,1% en el segundo y tercer trimestres de 2013, respectivamente (véase el gráfico). Los datos de las últimas encuestas parecen haberse estabilizado en niveles superiores a su media a largo plazo, lo que apunta a un nuevo aumento de la actividad en el primer trimestre de 2014. El invierno muy suave en algunos países probablemente ha favorecido la actividad en el primer trimestre. El dinamismo subyacente del crecimiento seguirá siendo moderado durante 2014 y aumentará ligeramente a continuación. Los principales factores que contribuirán al repunte de la actividad durante el horizonte contemplado serán una recuperación gradual de la demanda interna dada la mejora de la confianza en un entorno de menor incertidumbre, la orientación muy acomodaticia de la política monetaria y el descenso de los precios del petróleo (que apoyará la renta real disponible). La demanda interna también se beneficiará de una orientación menos restrictiva de la política fiscal en los próximos años y de la mejora gradual de las condiciones crediticias. Asimismo, durante el horizonte de las proyecciones, la actividad general estará cada vez más respaldada por el impacto favorable de un fortalecimiento progresivo de la demanda exterior en las exportaciones, aunque inicialmente se verá mitigada en parte por los efectos de la anterior apreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Los efectos adversos sobre las perspectivas de crecimiento derivados de la necesidad de nuevos ajustes en los balances de los sectores público y privado, del elevado desempleo y del nivel aún ligeramente elevado de incertidumbre se reducirán gradualmente durante el período considerado.

En conjunto, la recuperación seguirá siendo débil en términos históricos y el PIB real de la zona del euro solo alcanzará su nivel anterior a la crisis (el nivel del primer trimestre de 2008) a partir de finales de 2015. En términos medios anuales, el PIB real aumentará un 1,2% en 2014, un 1,5% en 2015 y un 1,8% en 2016. Esta evolución obedece a un aumento sostenido de la contribución de la demanda interna combinado con un pequeño estímulo positivo procedente de las exportaciones netas. Dado que se espera que el crecimiento supere su nivel potencial, el grado de atonía disminuirá gradualmente durante el período considerado.

Considerando los componentes del crecimiento con mayor detalle, se proyecta que las exportaciones a países fuera de la zona del euro cobren dinamismo en 2014 y 2015, debido al fortalecimiento de la demanda exterior de la zona del euro y a la gradual desaparición de los efectos adversos de la anterior apreciación del euro. Las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro se reducirán ligeramente durante el horizonte considerado, como consecuencia del impacto de las recientes pérdidas de competitividad. Las exportaciones dentro de la zona del euro crecerán más despacio que las exportaciones fuera de ella, debido a la relativa debilidad de la demanda interna dentro de la zona.

La inversión empresarial se recuperará gradualmente, aunque a un ritmo demasiado moderado para recuperar los niveles anteriores a la crisis. Se beneficiará de diversos factores: el fortalecimiento gradual esperado de la demanda interna y externa, el nivel muy bajo de los tipos de interés, la reducida incertidumbre, la necesidad de modernizar los bienes de capital tras varios años de debilidad de la inversión, la desaparición de los efectos adversos de la oferta de crédito y cierto fortalecimiento de los márgenes a medida que se recupera la actividad. Sin embargo, se considera que el efecto adverso conjunto de la abundante capacidad productiva sin utilizar, de la necesidad de que las empresas sigan reestructurando

sus balances, de las condiciones de financiación desfavorables en algunas zonas y de un nivel de incertidumbre relativamente elevado en algunos países desaparecerá solo de forma gradual durante el horizonte de proyección.

La inversión residencial se incrementará modestamente en el primer semestre de 2014 y cobrará cierto impulso marginal durante el resto del horizonte temporal contemplado. Los ajustes adicionales necesarios en el mercado de la vivienda en algunos países y el débil crecimiento de la renta real disponible continúan pesando sobre las perspectivas. Asimismo, el relativo atractivo de la inversión en vivienda en otros países, respaldado por tipos de interés hipotecarios históricamente bajos, puede tener un impacto solo gradual, puesto que la capacidad del sector de la construcción en esos países se acerca ya a su límite. La inversión pública seguirá siendo relativamente débil durante todo el horizonte temporal de las proyecciones, debido a las medidas de saneamiento presupuestario previstas en varios países de la zona del euro.

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

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

1) Datos relativos a la zona del euro incluida Letonia, excepto el dato del IAPC en 2013. Las tasas medias de variación anuales del IAPC en 2014 se basan en una composición de la zona del euro en 2013 que ya incluye a Letonia.

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

3) Datos ajustados por días laborables.

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

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

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

7) Calculado como saldo presupuestario ajustado de efectos transitorios del ciclo económico y de medidas temporales adoptadas por los Gobiernos. El cálculo sigue el enfoque del SEBC respecto de los saldos presupuestarios ajustados de ciclo (véase Bouttevillein, 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 2006). La proyección del saldo estructural no se deriva de una medida agregada de la brecha de producción. Según la metodología del SEBC, los componentes cíclicos se calculan por separado para diferentes partidas de ingresos y gastos. Véase un análisis a este respecto, incluida la metodología de la Comisión, en el recuadro titulado «Ajuste cíclico del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas» del Boletín Mensual de marzo de 2012.

El empleo en términos de personas aumentará ligeramente durante 2014 y cobrará impulso más adelante. La débil recuperación del empleo refleja el discreto repunte de la actividad, el retraso con que generalmente responde el empleo a las fluctuaciones del producto, un incremento del número de horas trabajadas por persona, nuevas reducciones de personal en el sector público y una mayor incertidumbre en algunos países que influye negativamente en los planes de contratación en el sector privado. Es probable que estos factores contrarresten los efectos positivos de las reformas en los mercados de trabajo, que han aumentado la flexibilidad y reducido el umbral de crecimiento del producto necesario para crear empleo en algunos países con dificultades. Se espera que la población activa aumente moderadamente durante el período considerado, a medida que ciertos segmentos de la población se reincorporen gradualmente al mercado laboral. La tasa de desempleo descenderá moderadamente durante ese período, pero se mantendrá por encima del 11 % en 2016. La productividad del trabajo (medida como el producto por persona ocupada) repuntará durante el horizonte temporal analizado, como consecuencia de la aceleración esperada de la actividad económica y del retraso de la respuesta del empleo.

El consumo privado cobrará cierto dinamismo durante 2014 y más adelante a medida que el crecimiento de la renta real disponible se recupere debido al fortalecimiento de las rentas del trabajo, a la mejora gradual de las condiciones en ese mercado, al ritmo más lento de saneamiento presupuestario y al bajo perfil de la inflación, moderado solo parcialmente por un ligero aumento de la tasa de ahorro. El consumo público se incrementará moderadamente durante el período considerado.

El ritmo de crecimiento de las importaciones de fuera de la zona del euro se acelerará moderadamente durante ese período, en parte debido a los efectos de la anterior apreciación del euro. Sin embargo, debería mantenerse contenido debido al débil crecimiento de la demanda total. La demanda exterior neta contribuirá positiva aunque moderadamente al crecimiento del PIB real durante el horizonte temporal contemplado y el superávit actual de la balanza por cuenta corriente aumentará hasta el 2,7 % del PIB en 2016.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2013, el intervalo de crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado ligeramente al alza.

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

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 0,8 % en febrero de 2014, el mismo nivel que el registrado en el último trimestre de 2013. El modesto nivel actual de dicha tasa es resultado de una combinación de precios de la energía a la baja y de moderados aumentos de los precios de los alimentos, así como de la débil tendencia de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos (véase la sección 3 y el recuadro titulado «Impacto de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos en el reciente descenso de la inflación medida por el IAPC»).

A corto plazo, la inflación medida por el IAPC se mantendrá en niveles bajos, antes de aumentar a partir de finales de 2014, a medida que la actividad se vaya recuperando. De acuerdo con las proyecciones, la tasa de inflación anual se situará en el 1,0 % en 2014, el 1,3 % en 2015 y el 1,5 % en 2016. A finales de 2016, se espera que alcance el 1,7 %.

Estas moderadas perspectivas de inflación se deberán principalmente a la trayectoria descendente de los precios de los futuros sobre el petróleo y a la actual atonía en la economía. El progresivo fortalecimiento de la demanda y la actual reducción del exceso de capacidad en el contexto de unas expectativas de inflación firmemente ancladas permitirán algún aumento de los márgenes y un incremento de los costes laborales unitarios en grandes partes de la zona del euro. Asimismo, las necesidades cada vez menores

de ajuste de los costes y los precios en los países con dificultades también deberían contribuir a un aumento de la inflación medida por el IAPC en el período objeto de análisis.

De forma más pormenorizada, los precios de la energía descenderán ligeramente en ese período, como reflejo de la trayectoria prevista de los precios del petróleo, lo que influye a la baja en la inflación medida por el IAPC. La contribución de los precios de la energía a la inflación anual medida por el IAPC será prácticamente insignificante durante el horizonte de las proyecciones, en comparación con una contribución media de 0,5 puntos porcentuales desde 1999.

La inflación de los precios de los alimentos continuará moderándose durante los tres primeros trimestres de 2014, debido al anterior descenso de los precios de las materias primas alimentarias (en euros) y a efectos de base a la baja. Se proyecta que se recupere durante el resto del horizonte contemplado, en consonancia con el aumento esperado de los precios de las materias primas alimentarias durante el mismo período. La contribución de los precios de los alimentos al alza de la inflación medida por el IAPC se situará en una media de 0,3 puntos porcentuales durante el horizonte de proyección, nivel ligeramente inferior a su contribución media de 0,5 puntos porcentuales desde 1999.

La inflación medida por el IAPC excluida la energía y los alimentos aumentará gradualmente a lo largo de 2014, promediando el 1,1 % en el conjunto del año, y alcanzará el 1,4 % en 2015 y el 1,7 % en 2016. Esta evolución estará impulsada por el repunte gradual previsto de la actividad económica. La contribución media de este componente a la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de proyección será de en torno a 1,0 puntos porcentuales, nivel que también es ligeramente inferior a su contribución media de 1,1 puntos porcentuales desde 1999.

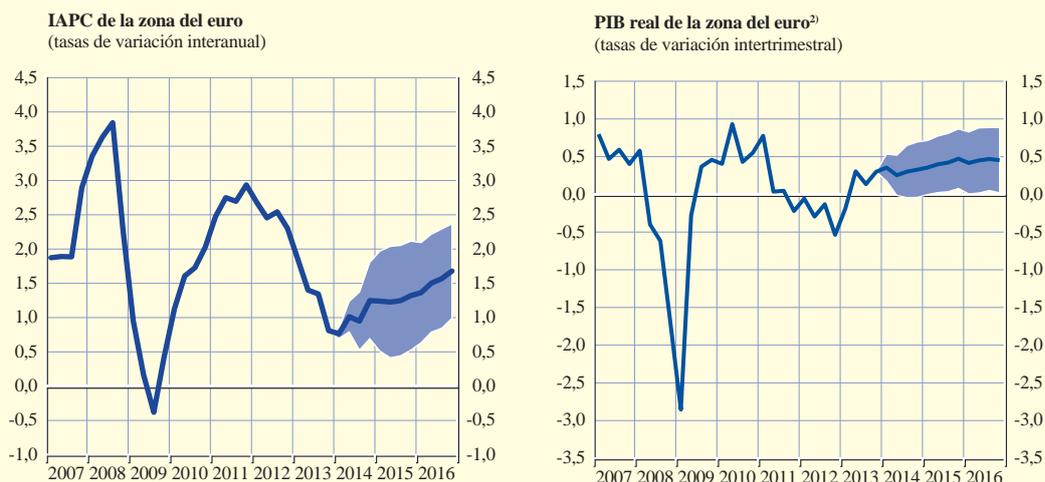
Las subidas de impuestos indirectos incluidas en los planes de saneamiento presupuestario contribuirán significativamente a un aumento, de aproximadamente 0,2 puntos porcentuales, de la inflación medida por el IAPC en 2014. La magnitud de esta contribución es comparable a la registrada en 2013. En 2015 y 2016 esas contribuciones serán insignificantes, ya que no se dispone de información detallada sobre medidas presupuestarias para esos años. En consecuencia, la inflación medida por el IAPC excluida la energía, los alimentos y las modificaciones de impuestos indirectos repuntará con algo más de vigor que el índice que incluye los impuestos.

Las presiones externas sobre los precios se moderaron a lo largo de 2013, debido a la atonía de la demanda mundial, a la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro y a la disminución de los precios del petróleo y de otras materias primas. Estos factores dieron lugar a un descenso del deflactor de las importaciones durante el año. Sin embargo, de cara al futuro, dados el fortalecimiento proyectado de la demanda mundial en el período estudiado, el aumento previsto de los precios de las materias primas no energéticas y la progresiva desaparición de los efectos de la anterior apreciación del euro, el deflactor de las importaciones aumentará en 2014 y durante el resto del horizonte de proyección y alcanzará tasas de variación anuales de en torno al 1,1 % en 2016, próximas a su tasa media de crecimiento a largo plazo.

Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, dada la debilidad actual, aunque en lenta mejoría, de las condiciones del mercado de trabajo en la zona del euro, la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado se mantendrá prácticamente sin variación en 2014 y cobrará más dinamismo en 2015 y 2016. El crecimiento de los costes laborales unitarios descenderá en 2014 debido al repunte cíclico del crecimiento de la productividad —dado el retraso con que responde el empleo a la recuperación económica— y a la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado, que se mantuvo

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

(datos trimestrales)



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

prácticamente sin variación durante el año. A medida que la recuperación cobre impulso en 2015 y 2016 y los mercados de trabajo mejoren gradualmente, el aumento de la remuneración por asalariado, ligeramente más vigoroso que el crecimiento de la productividad, se traducirá en un leve incremento de los costes laborales unitarios.

El crecimiento del indicador del margen de beneficio (calculado como la diferencia entre el deflactor del PIB al coste de los factores y el crecimiento de los costes laborales unitarios) se estabilizará en 2014 y seguirá aumentando ligeramente durante el período considerado, respaldado por la mejora esperada de la situación económica.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2013, la proyección de inflación medida por el IAPC se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales en 2014, mientras que se ha mantenido sin cambios en 2015.

### PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Sobre la base de los supuestos recogidos en el recuadro 1, se proyecta que el déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB en la zona de euro descienda desde el 3,2% en 2013 hasta el 2,7% en 2014, y siga disminuyendo hasta situarse en el 2,1% en 2016. El descenso del déficit previsto para 2014 refleja los esfuerzos de saneamiento presupuestario realizados en algunos países de la zona del euro y una reversión de la asistencia pública al sector financiero. En 2015 y 2016, la reducción gradual proyectada del déficit de las Administraciones Públicas estará determinada fundamentalmente por una contribución favorable del componente cíclico a medida que el exceso de capacidad disminuya y, en menor medida, por un continuado fortalecimiento del componente estructural, que previsiblemente mejorará a un ritmo menor que en los últimos años. Como resultado, el saldo presupuestario estructural, es decir, el saldo ajustado de ciclo tras deducir todas las medidas temporales, mejorará perceptiblemente

en 2014 y, en menor medida, durante el resto del horizonte temporal de las proyecciones. La ratio de deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB ascenderá hasta el 93,5 % en 2014, y posteriormente disminuirá hasta el 92,2 % en 2016.

## Recuadro 2

### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

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

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

Los supuestos referidos a los precios del petróleo empleados en estas proyecciones de los expertos del BCE se derivan de las expectativas de los mercados medidas por los precios de los futuros sobre el petróleo en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos. En este momento, implican un descenso constante de los precios del petróleo durante el horizonte de proyección considerado. No obstante, sigue existiendo incertidumbre en relación con esta trayectoria. También hay incertidumbre respecto de la evolución de la demanda y de la oferta.

Por el lado de la demanda, una desaceleración del crecimiento en las economías emergentes podría tener un efecto negativo en los precios mundiales de las materias primas. Por otra parte, los precios del petróleo podrían subir si se produjera una recuperación más fuerte a nivel mundial y particularmente de la economía de Estados Unidos. Al mismo tiempo, por el lado de la oferta, se estima que los efectos del aumento de la producción de petróleo no convencional durante el horizonte contemplado serán limitados, por dos razones. En primer lugar, la mayor parte de esos efectos parecen haberse tenido ya en cuenta en la fijación de los precios y, en segundo lugar, incluso si se produjeran cambios considerables en la escala de producción estadounidense, sus efectos sobre los precios internacionales serían reducidos debido a una posible reacción de compensación en la producción de petróleo en Arabia Saudí. Asimismo, podría haber presiones al alza sobre los precios del petróleo por el lado de la oferta asociadas a eventos geopolíticos inesperados.

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. Por tanto, en este análisis de sensibilidad se tiene en cuenta un ajuste al alza de la trayectoria de los precios de los futuros sobre el petróleo sobre la base de la utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero de Estados Unidos<sup>2</sup>. La trayectoria alternativa se basa en el supuesto de que los precios del petróleo serán un 2 %, 8 % y 14 % mayores que los precios de los futuros en los años 2014, 2015 y 2016, respectivamente.

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, Issue 1, Art. 24, 2009.

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 en 0,2 puntos porcentuales respecto al escenario de referencia de las proyecciones en 2015 y 2016. Al mismo tiempo, un aumento de los precios del petróleo también podría lastrar el crecimiento del PIB real, que podría ser 0,1 puntos porcentuales inferior en 2016.

## **2) Un tipo de cambio del euro más bajo**

El tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de los veinte socios comerciales más importantes de la zona del euro— se ha apreciado en los últimos meses y actualmente se sitúa un 3 % por encima de su media histórica a largo plazo desde 1999. Los participantes en el mercado han atribuido este fortalecimiento en gran medida a la actual retirada de los inversores internacionales de los mercados emergentes (por lo que parte de las entradas de capital se dirigen a la zona del euro), a la corrección de las monedas de grandes países exportadores de materias primas y a la persistente debilidad del yen japonés.

El escenario de referencia de las proyecciones se basa en el supuesto de que los tipos de cambio bilaterales se mantendrán estables durante el horizonte contemplado en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos de 12 de febrero de 2014. En este contexto y a título ilustrativo, se ha elaborado una trayectoria alternativa estilizada del tipo de cambio sobre el supuesto de que el euro se depreciará en términos efectivos nominales en un 3 % a partir del segundo trimestre de 2014. Tal depreciación daría como resultado un crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales cada uno de los años del horizonte de proyección considerado.

## **3) Medidas de saneamiento presupuestario adicionales**

Como se indica en el recuadro 1, los supuestos relativos a la política fiscal incluyen todas las medidas que ya hayan sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que hayan sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y cuya aprobación sea probable tras su tramitación legislativa. Para la mayoría de países, las medidas incluidas en el escenario de referencia de las proyecciones son menos estrictas que las exigencias de saneamiento presupuestario incluidas en las vertientes correctiva y preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El compromiso de cumplir dichas exigencias se refleja en términos generales en los objetivos fiscales especificados por los Gobiernos en sus leyes presupuestarias para 2014 o en los borradores de sus planes presupuestarios, en los documentos del programa de la UE y el FMI y, en cierta medida, en los programas de estabilidad de 2013 (que se actualizarán en abril de 2014). No obstante, es frecuente que las medidas necesarias para lograr esos objetivos no se adopten o no tengan el suficiente nivel de detalle. En consecuencia, no son tenidas en cuenta en el escenario de referencia de las proyecciones, especialmente en 2015 y 2016, período que la mayoría de países no contempla en sus presupuestos actuales. Por tanto, no solo es necesario, sino también probable, que la mayoría de Gobiernos adopten antes del final de 2016 medidas adicionales de saneamiento presupuestario, además de las consideradas en el escenario de referencia.

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

El análisis de sensibilidad fiscal toma como punto de partida la «brecha fiscal» entre los objetivos presupuestarios de los Gobiernos y los supuestos presupuestarios en que se basan las proyecciones.

Para calibrar el posible saneamiento presupuestario adicional se consideran la situación y la información específicas de cada país en relación con el alcance y la composición de las medidas de reequilibrio. En particular, la información específica de cada país sirve para reflejar la incertidumbre en torno a los objetivos fiscales, la probabilidad de que se adopten medidas de saneamiento presupuestario complementarias y los efectos macroeconómicos de retroalimentación conexos.

De acuerdo con este enfoque, se estima que el saneamiento presupuestario adicional en la zona del euro será de aproximadamente un 0,1 % del PIB en 2014, mientras que es probable que se adopten medidas adicionales en 2015 (de aproximadamente un 0,6 % del PIB) y, en menor medida, en 2016 (de aproximadamente un 0,3 % del PIB), lo que situaría el saneamiento adicional acumulado en aproximadamente un 1,0 % del PIB al final de 2016. En lo que se refiere a la composición de las medidas fiscales, el análisis de sensibilidad busca incorporar perfiles nacionales y temporales específicos de las medidas de saneamiento 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 incrementos de los impuestos directos e indirectos y de las contribuciones a la seguridad social.

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

Los resultados de la simulación del impacto del análisis de sensibilidad fiscal en el crecimiento del PIB real y en la inflación medida por el IAPC para la zona del euro utilizando el modelo NAWM<sup>3</sup> del BCE se resumen en el siguiente cuadro.

El impacto macroeconómico de las medidas de saneamiento presupuestario adicionales en 2014 es limitado, y se estima que en 2015 se situará en torno a -0,4 puntos porcentuales y que en 2016 será de nuevo limitado. El impacto de la inflación medida por el IAPC será previsiblemente de unos 0,1 puntos porcentuales.

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, puesto que no todas las medidas

3 Para una descripción detallada del nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro, véase Christoffel, K., Coenen, G. y Warne, A., «The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis», Working Paper Series, No 944, BCE, octubre de 2008.

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

(en porcentaje del PIB)	2014	2015	2016
Objetivos presupuestarios de las Administraciones Públicas <sup>1)</sup>	-2,4	-1,6	-0,8
Escenario de referencia de las proyecciones fiscales	-2,7	-2,5	-2,1
Medidas adicionales de saneamiento presupuestario (acumulado) <sup>2)</sup>	0,1	0,7	1,0
Efectos de las medidas adicionales de saneamiento presupuestario (puntos porcentuales) <sup>3)</sup>			
Crecimiento del PIB real	-0,1	-0,4	-0,1
Inflación medida por el IAPC	0,0	0,1	0,1

1) Objetivos nominales incluidos en los documentos del último programa de la UE y el FMI para los países interesados, en las recomendaciones más recientes dirigidas a países sometidos a un procedimiento de déficit excesivo, en las leyes presupuestarias y en los borradores de los planes presupuestarios de 2014, y en las actualizaciones de los planes de estabilidad de 2013 para los países no sometidos a un procedimiento de déficit excesivo.

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

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

de saneamiento presupuestario previstas han sido incluidas en dicho escenario. Al mismo tiempo, existen también riesgos al alza para la inflación, ya que se estima que parte del saneamiento adicional provendrá de incrementos en los impuestos indirectos.

Debe subrayarse que este análisis de sensibilidad fiscal se centra exclusivamente en los posibles efectos a corto plazo de posibles medidas de saneamiento presupuestario adicionales. Incluso aunque las medidas de saneamiento presupuestario bien diseñadas suelen tener efectos negativos a corto plazo en el crecimiento del PIB real, existen efectos positivos a más largo plazo que no se manifiestan en el horizonte temporal contemplado en este análisis<sup>4</sup>. Por último, los resultados de este análisis no deberían interpretarse como un argumento para cuestionar la necesidad de acometer nuevos esfuerzos de saneamiento presupuestario durante el horizonte de proyección. De hecho, tales esfuerzos son necesarios para restablecer la solidez de las finanzas públicas en la zona del euro. De no lograrse dicho saneamiento, existe un riesgo de efectos adversos en la fijación de los precios de la deuda soberana. Asimismo, repercutiría negativamente en la confianza y obstaculizaría la recuperación de la economía.

4 Para un análisis más detallado de los efectos macroeconómicos del saneamiento presupuestario, véase el recuadro titulado «El papel de los multiplicadores fiscales en el debate actual sobre la consolidación», Boletín Mensual, BCE, diciembre de 2012.

### Recuadro 3

#### 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 BCE	Marzo 2014	1,2 [0,8 – 1,6]	1,5 [0,4 – 2,6]	1,8 [0,7-2,9]	1,0 [0,7-1,3]	1,3 [0,6 – 2,0]	1,5 [0,7 – 2,3]
Comisión Europea	Febrero 2014	1,2	1,8	-	1,0	1,3	-
OCDE	Noviembre 2013	1,0	1,6	-	1,2	1,2	-
Barómetro de la zona del euro	Febrero 2014	1,1	1,5	1,5	1,0	1,3	1,8
Consensus Economics Forecasts	Febrero 2014	1,0	1,4	1,5	1,0	1,4	1,8
Encuesta a expertos en previsión económica	Febrero 2014	1,0	1,5	1,7	1,1	1,4	1,7
FMI	Enero 2014	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5

Fuentes: Proyecciones económicas de invierno de 2014 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, actualización de enero de 2014 (PIB); Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2013; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

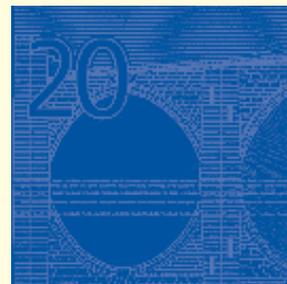
Notas: las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI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

## ARTÍCULOS

Proyecciones  
macroeconómicas  
de marzo 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 y 2015 seguirá una trayectoria similar a la proyectada por los expertos del BCE. Las previsiones de crecimiento del PIB real en 2016 se encuadran dentro del intervalo de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE. Respecto a la inflación medida por el IAPC, las previsiones de la mayoría de instituciones apuntan a un nivel anual medio en 2014 y 2015 próximo al proyectado por los expertos del BCE. En 2016 prevén un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,8%, que se encuadra dentro de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE.

# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**



# ÍNDICE<sup>1</sup>

## PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

## I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

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

## 3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>2)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (euríbor; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	1,2	0,58	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	1,4	0,22	2,24
2013 I	6,7	4,3	3,2	-	-0,8	1,5	0,21	1,76
II	8,1	4,6	2,8	-	-1,1	0,1	0,21	2,14
III	6,9	4,0	2,2	-	-1,9	1,9	0,22	2,05
IV	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	2,1	0,24	2,24
2013 Sep	6,6	3,8	2,0	1,9	-2,1	2,7	0,22	2,05
Oct	6,5	3,2	1,4	1,6	-2,1	2,4	0,23	1,95
Nov	6,5	3,0	1,5	1,3	-2,3	2,6	0,22	1,99
Dic	5,7	2,5	1,0	1,2	-2,3	-0,3	0,27	2,24
2014 Ene	6,2	2,4	1,2	.	-2,2	.	0,29	1,89
Feb	.	.	.	.	.	.	0,29	1,88

### 2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo <sup>5)</sup>

	IAPC <sup>1)</sup>	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real (d.)	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (%)	Ocupados (d.)	Parados (% de la población activa; d.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	2,5	2,8	1,9	-0,7	-2,5	78,6	-0,6	11,4
2013	1,4	-0,2	.	-0,4	-0,8	78,3	.	12,1
2013 II	1,4	-0,1	1,1	-0,6	-1,0	77,9	-1,0	12,1
III	1,3	-0,6	1,0	-0,3	-1,1	78,4	-0,8	12,1
IV	0,8	-1,1	.	0,5	1,3	79,2	.	12,0
2013 Sep	1,1	-0,9	-	-	0,2	-	-	12,1
Oct	0,7	-1,3	-	-	0,5	78,4	-	12,0
Nov	0,9	-1,2	-	-	2,8	-	-	12,0
Dic	0,8	-0,8	-	-	0,5	-	-	12,0
2014 Ene	0,8	-1,4	-	-	.	80,0	-	12,0
Feb	0,8	.	-	-	.	-	-	.

### 3. Estadísticas del sector exterior

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Deuda externa bruta (en % del PIB)	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-20 <sup>6)</sup> (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unidense/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas y de cartera				Nominal	Real (IPC)	
2012	131,2	94,9	68,8	689,4	-13,3	127,5	97,9	95,6	1,2848
2013	234,8	173,4	25,5	542,4	.	.	101,7	99,0	1,3281
2013 I	26,4	30,7	-7,5	687,8	-12,4	129,1	100,7	98,3	1,3206
II	61,6	51,3	11,5	564,3	-13,8	128,3	100,8	98,3	1,3062
III	53,4	39,5	-23,9	586,8	-13,4	125,4	101,9	99,2	1,3242
IV	93,4	52,0	45,3	542,4	.	.	103,1	100,1	1,3610
2013 Sep	15,2	13,5	-16,2	586,8	-	-	102,0	99,1	1,3348
Oct	28,9	19,2	0,4	579,6	-	-	102,8	99,7	1,3635
Nov	28,9	18,9	47,6	561,5	-	-	102,6	99,5	1,3493
Dic	35,6	13,9	-2,7	542,4	-	-	103,9	101,0	1,3704
2014 Ene	.	.	.	571,0	-	-	103,4	100,3	1,3610
Feb	.	.	.	.	-	-	103,6	100,5	1,3659

Fuentes: BCE, Comisión Europea (Eurostat y D. G. de Asuntos Económicos y Financieros) y Thomson Reuters.

Nota: Para más información sobre los datos, véanse los cuadros correspondientes en esta sección.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a variaciones interanuales en la media del período. Véanse las Notas Técnicas para más información.
- M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- Basado en las curvas de rendimientos de la deuda de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA. Para más información, véase la sección 4.7.
- Los datos se refieren al Euro-18, salvo indicación en contrario.
- 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

	31 enero 2014	7 febrero 2014	14 febrero 2014	21 febrero 2014	28 febrero 2014
<b>Oro y derechos en oro</b>	303.157	303.157	303.158	303.158	303.158
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	244.245	244.197	244.467	244.140	243.828
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	23.744	22.803	23.146	22.952	24.130
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	20.159	19.160	19.132	18.789	19.005
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	691.934	671.271	666.608	665.226	664.508
Operaciones principales de financiación	115.635	95.146	93.282	92.868	94.036
Operaciones de financiación a plazo más largo	576.044	575.576	573.189	572.169	569.694
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	255	548	135	187	776
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	1	2	2	2
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	72.873	70.472	74.729	76.991	74.105
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	587.407	586.245	587.199	585.842	586.379
Valores mantenidos con fines de política monetaria	231.315	230.603	229.931	229.354	229.302
Otros valores	356.092	355.641	357.269	356.488	357.077
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	28.287	28.237	28.237	28.237	28.237
<b>Otros activos</b>	245.255	244.795	243.423	239.513	237.729
<b>Total activo</b>	<b>2.217.061</b>	<b>2.190.338</b>	<b>2.190.099</b>	<b>2.184.848</b>	<b>2.181.079</b>

### 2. Pasivo

	31 enero 2014	7 febrero 2014	14 febrero 2014	21 febrero 2014	28 febrero 2014
<b>Billetes en circulación</b>	932.458	932.643	931.240	929.060	933.847
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	423.124	423.168	429.579	403.779	392.487
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	215.690	200.444	223.735	196.262	187.393
Facilidad de depósito	56.064	47.221	29.891	32.014	29.371
Depósitos a plazo	151.206	175.500	175.500	175.500	175.500
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	164	3	453	3	223
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	3.134	4.107	5.243	5.111	5.179
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	116.066	94.110	86.446	116.808	126.112
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	106.130	101.874	99.368	94.021	93.494
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	2.924	990	1.357	1.000	2.782
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	5.085	6.405	7.183	6.446	4.939
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	52.717	52.717	52.717	52.717	52.717
<b>Otros pasivos</b>	221.974	220.856	223.510	220.896	214.249
<b>Cuentas de revalorización</b>	262.876	262.876	262.876	262.876	262.876
<b>Capital y reservas</b>	90.573	90.591	90.580	92.134	92.395
<b>Total pasivo</b>	<b>2.217.061</b>	<b>2.190.338</b>	<b>2.190.099</b>	<b>2.184.848</b>	<b>2.181.079</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			
	Nivel	Variación	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Variación
			3	4			
1	2	3	4	5	6	7	
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 Jul	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 Oct	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 Nov	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 Dic	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 Ene	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
11 Mar	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8 Abr	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13 May	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011 13 Abr	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
13 Jul	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
9 Nov	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
14 Dic	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25
2012 11 Jul	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25
2013 8 May	0,00	...	0,50	-	-0,25	1,00	-0,50
13 Nov	0,00	...	0,25	-	-0,25	0,75	-0,25

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. En el caso de las operaciones principales de financiación, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada, excepto la del 18 de septiembre de 2001, que tuvo efecto el mismo día. A partir del 10 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito, a la facilidad marginal de crédito y a las operaciones principales de financiación (las variaciones en el tipo de interés tendrán efecto a partir de la operación principal de financiación posterior a la decisión del Consejo de Gobierno), salvo indicación en contrario.
- El 22 de diciembre de 1998, el BCE anunció que, como medida excepcional, entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se aplicaría una banda estrecha de 50 puntos básicos entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, con el propósito de facilitar a los participantes en el mercado la transición al nuevo régimen.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas.
- Con efectos a partir del 9 de octubre de 2008, el BCE redujo la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. A partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes se volvió a situar en 200 puntos básicos.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. Este cambio anuló la decisión anterior (adoptada el mismo día) de reducir en 50 puntos básicos el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación realizadas mediante subastas a tipo de interés variable.

### 1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas <sup>1), 2)</sup>

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

#### 1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo <sup>3)</sup>

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
				Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Operaciones principales de financiación</b>								
2013 27 Nov	97.210	78	97.210	0,25	-	-	-	7
4 Dic	94.625	78	94.625	0,25	-	-	-	7
11	98.495	80	98.495	0,25	-	-	-	7
18	118.911	102	118.911	0,25	-	-	-	5
23	133.585	117	133.585	0,25	-	-	-	7
30	168.662	181	168.662	0,25	-	-	-	9
2014 8 Ene	112.458	92	112.458	0,25	-	-	-	7
15	94.737	87	94.737	0,25	-	-	-	7
22	116.281	212	116.281	0,25	-	-	-	7
29	115.635	168	115.635	0,25	-	-	-	7
5 Feb	95.146	116	95.146	0,25	-	-	-	7
12	93.282	111	93.282	0,25	-	-	-	7
19	92.868	107	92.868	0,25	-	-	-	7
26	94.036	112	94.036	0,25	-	-	-	7
5 Mar	87.047	96	87.047	0,25	-	-	-	7
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo<sup>5)</sup></b>								
2013 11 Sep	3.430	23	3.430	0,50	-	-	-	28
26	8.607	51	8.607	0,39	-	-	-	84
9 Oct	3.447	21	3.447	0,50	-	-	-	35
31	1.930	43	1.930	0,29	-	-	-	91
13 Nov	3.194	21	3.194	0,25	-	-	-	28
28	5.926	47	5.926	0,25	-	-	-	91
11 Dic	10.143	31	10.143	0,25	-	-	-	35
19 <sup>6)</sup>	20.914	76	20.914	.	-	-	-	98
2014 15 Ene	7.092	28	7.092	0,25	-	-	-	28
30 <sup>6)</sup>	4.955	69	4.955	-	-	-	-	92
12 Feb	6.480	30	6.480	0,25	-	-	-	28
27 <sup>6)</sup>	6.297	63	6.297	.	-	-	-	91

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días		
					Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja		Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2013 27 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	157.764	108	157.764	-	-	0,25	0,25	0,16	7	
4 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	190.189	130	184.000	-	-	0,25	0,25	0,14	7	
11	Captación de depósitos a plazo fijo	186.728	126	184.000	-	-	0,25	0,25	0,19	7	
18	Captación de depósitos a plazo fijo	152.251	109	152.251	-	-	0,25	0,25	0,23	5	
23	Captación de depósitos a plazo fijo	139.920	103	139.920	-	-	0,25	0,25	0,24	7	
30	Captación de depósitos a plazo fijo	104.842	89	104.842	-	-	0,25	0,25	0,24	9	
2014 8 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	185.795	132	179.000	-	-	0,25	0,25	0,17	7	
15	Captación de depósitos a plazo fijo	180.027	137	179.000	-	-	0,25	0,25	0,21	7	
22	Captación de depósitos a plazo fijo	152.067	126	152.067	-	-	0,25	0,25	0,23	7	
29	Captación de depósitos a plazo fijo	151.206	130	151.206	-	-	0,25	0,25	0,24	7	
5 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	211.022	158	175.500	-	-	0,25	0,25	0,23	7	
12	Captación de depósitos a plazo fijo	195.924	157	175.500	-	-	0,25	0,25	0,23	7	
19	Captación de depósitos a plazo fijo	216.070	164	175.500	-	-	0,25	0,24	0,23	7	
26	Captación de depósitos a plazo fijo	195.520	159	175.500	-	-	0,25	0,24	0,23	7	
5 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	219.131	165	175.500	-	-	0,25	0,23	0,22	7	

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones que han sido adjudicadas, pero no se han liquidado.
- Con efectos a partir de abril de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. El 4 de marzo de 2010, el BCE decidió volver a aplicar procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses a partir de la operación que se adjudicaría el 28 de abril de 2010 y se liquidaría el 29 de abril de 2010.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- En el caso de las operaciones liquidadas el 22 de diciembre de 2011 y el 1 de marzo de 2012, al cabo de un año las entidades de contrapartida tienen la posibilidad de devolver total o parcialmente la liquidez recibida en estas operaciones, en cualquier fecha que coincida con la fecha de liquidación de la operación principal de financiación.
- En estas operaciones de financiación a plazo más largo, el tipo al que se cubrieron todas las pujas estaba indexado a la media de los tipos mínimo de puja de las operaciones principales de financiación que se llevaron a cabo en la vida de la operación. Los tipos de interés que se indican para estas operaciones de financiación a plazo más largo indexadas se han redondeado a dos decimales. Para conocer el método de cálculo preciso, consúltense las Notas Técnicas.

**1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez**

(mm de euros; medias de las posiciones diarias en el período, salvo indicación en contrario; tipos de interés en porcentaje)

**1. Base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas**

Pasivos computables en (fin de período):	Total	Pasivos a los que se les aplica un coeficiente de reservas positivo <sup>1)</sup>			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5	
2011	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8	
2012	18.564,7	9.971,7	637,5	2.583,9	1.163,1	4.208,4	
2013	17.848,6	9.811,7	518,8	2.448,5	1.152,6	3.917,1	
2013 Ago	18.252,7	9.835,6	587,7	2.494,7	1.353,8	3.981,0	
Sep	18.133,7	9.806,2	572,8	2.483,8	1.301,4	3.969,5	
Oct <sup>2)</sup>	18.148,7	9.823,0	562,9	2.481,1	1.323,0	3.958,8	
Nov <sup>2)</sup>	18.160,4	9.856,1	552,0	2.479,2	1.305,5	3.967,6	
Dic <sup>2)</sup>	17.848,6	9.811,7	518,8	2.448,5	1.152,6	3.917,1	

**2. Reservas mantenidas**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipo de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2013 8 Oct	103,8	268,4	164,7	0,0	0,50
12 Nov	103,8	244,9	141,1	0,0	0,50
10 Dic	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 14 Ene <sup>3)</sup>	103,4	248,1	144,8	0,0	0,25
11 Feb	103,6	216,0	112,4	0,0	0,25
11 Mar	102,8	.	.	.	.

**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											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez <sup>4)</sup>	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>5)</sup>	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2012	708,0	74,0	1.044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1.631,0
2013	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1.194,4
2013 10 Sep	531,8	97,5	692,3	0,4	251,1	79,2	191,7	920,4	72,6	34,7	274,5	1.274,2
8 Oct	538,2	96,2	674,6	0,2	248,2	58,9	189,8	918,3	80,1	41,9	268,4	1.245,6
12 Nov	550,9	90,8	652,4	0,1	244,6	52,1	187,2	920,4	70,9	63,4	244,9	1.217,4
10 Dic	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1.194,4
2014 14 Ene	532,7	129,3	592,1	0,3	236,8	60,1	149,3	947,9	61,2	24,7	248,1	1.256,0
11 Feb	510,3	105,4	576,4	0,3	232,5	42,1	164,4	931,8	83,4	-12,9	216,0	1.190,0

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 las bases de reservas de las entidades de crédito de Letonia. Con carácter transitorio, las entidades de crédito radicadas en la zona del euro pueden optar por deducir de sus bases de reservas pasivos frente a entidades de crédito situadas en Letonia. A partir de la base de reservas existente a finales de enero de 2014, se aplicará el procedimiento habitual (véase la Decisión BCE/2013/41, de 22 de octubre de 2013, relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Letonia).
- 3) Debido a la adopción del euro en Letonia el 1 de enero de 2014, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 17 países que integraban la zona del euro en el período comprendido entre el 11 y el 31 de diciembre de 2013 y las exigencias de reservas de los 18 países que actualmente forman parte de la zona del euro en el período comprendido entre el 1 y el 14 de enero de 2014.
- 4) Incluye la liquidez proporcionada en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*) y del Programa para los Mercados de Valores del Eurosistema.
- 5) Incluye la liquidez absorbida como resultado de las operaciones de *swaps* de divisas del Eurosistema. Para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

### 2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro <sup>1)</sup>

(mm de euros; saldos vivos a fin de período)

#### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos <sup>3)</sup>	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2012	5.287,6	3.351,2	16,9	1,0	3.333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	-	23,4	799,9	8,3	381,8
2013	4.072,7	2.282,5	15,0	1,2	2.266,3	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,5	8,5	408,9
2013 III	4.303,2	2.455,0	15,1	1,2	2.438,7	727,9	576,7	26,5	124,7	-	24,6	690,7	8,3	396,8
IV	4.072,7	2.282,5	15,0	1,2	2.266,3	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,5	8,5	408,9
2013 Oct	4.228,5	2.399,5	15,1	1,2	2.383,3	724,6	575,7	25,7	123,3	-	25,2	671,7	8,4	399,0
Nov	4.147,9	2.338,7	15,1	1,2	2.322,4	723,2	573,8	25,8	123,5	-	25,0	649,9	8,4	402,7
Dic	4.072,7	2.282,5	15,0	1,2	2.266,3	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,5	8,5	408,9
2014 Ene <sup>(p)</sup>	4.022,9	2.197,1	15,0	1,2	2.181,0	718,1	568,6	26,6	122,9	-	25,6	663,1	8,3	410,7
IFM, excluido el Eurosistema														
2012	32.694,6	17.988,2	1.153,4	11.039,5	5.795,4	4.901,6	1.627,0	1.423,3	1.851,3	66,8	1.227,8	4.045,7	214,6	4.249,9
2013	30.443,8	16.982,7	1.082,3	10.650,0	5.250,5	4.672,2	1.694,3	1.335,2	1.642,7	58,1	1.232,8	3.856,1	210,8	3.431,1
2013 III	31.385,0	17.299,4	1.090,4	10.778,3	5.430,6	4.842,4	1.744,7	1.393,9	1.703,8	58,9	1.232,8	3.896,9	210,4	3.844,3
IV	30.443,8	16.982,7	1.082,3	10.650,0	5.250,5	4.672,2	1.694,3	1.335,2	1.642,7	58,1	1.232,8	3.856,1	210,8	3.431,1
2013 Oct	31.354,6	17.187,3	1.103,0	10.729,2	5.355,2	4.826,5	1.765,1	1.374,4	1.687,0	55,8	1.234,3	3.953,7	209,0	3.888,1
Nov	31.335,8	17.173,1	1.084,4	10.722,9	5.365,8	4.815,4	1.762,0	1.371,8	1.681,7	56,8	1.239,1	3.966,7	209,7	3.875,0
Dic	30.443,8	16.982,7	1.082,3	10.650,0	5.250,5	4.672,2	1.694,3	1.335,2	1.642,7	58,1	1.232,8	3.856,1	210,8	3.431,1
2014 Ene <sup>(p)</sup>	30.900,0	17.067,1	1.103,7	10.656,0	5.307,4	4.759,6	1.751,3	1.341,5	1.666,8	60,4	1.240,3	4.020,0	209,3	3.543,3

#### 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	5.287,6	938,2	3.062,2	81,4	64,5	2.916,4	-	0,0	536,1	298,7	452,4
2013	4.072,7	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	409,3	202,2	474,6
2013 III	4.303,2	944,6	2.225,0	82,0	49,2	2.093,8	-	0,0	444,8	225,4	463,5
IV	4.072,7	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	409,3	202,2	474,6
2013 Oct	4.228,5	950,4	2.153,1	79,7	69,2	2.004,2	-	0,0	444,4	213,5	467,1
Nov	4.147,9	953,5	2.093,0	88,2	58,9	1.945,9	-	0,0	426,9	203,6	470,9
Dic	4.072,7	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	409,3	202,2	474,6
2014 Ene <sup>(p)</sup>	4.022,9	958,6	1.953,4	87,5	41,2	1.824,7	-	0,0	436,2	194,0	480,8
IFM, excluido el Eurosistema											
2012	32.694,6	-	17.195,5	169,7	10.866,8	6.159,1	534,7	4.848,9	2.343,9	3.494,3	4.277,3
2013	30.443,8	-	16.647,5	152,2	10.934,2	5.561,0	462,8	4.352,7	2.398,3	3.106,3	3.476,2
2013 III	31.385,0	-	16.850,9	190,9	10.928,6	5.731,5	476,8	4.471,5	2.391,2	3.275,0	3.919,6
IV	30.443,8	-	16.647,5	152,2	10.934,2	5.561,0	462,8	4.352,7	2.398,3	3.106,3	3.476,2
2013 Oct	31.354,6	-	16.765,5	165,5	10.907,3	5.692,6	474,9	4.448,5	2.398,4	3.298,0	3.969,4
Nov	31.335,8	-	16.803,0	175,4	10.940,0	5.687,6	474,8	4.436,6	2.399,1	3.270,4	3.952,0
Dic	30.443,8	-	16.647,5	152,2	10.934,2	5.561,0	462,8	4.352,7	2.398,3	3.106,3	3.476,2
2014 Ene <sup>(p)</sup>	30.900,0	-	16.710,7	148,6	10.924,2	5.637,9	489,2	4.373,7	2.424,5	3.277,1	3.624,8

Fuente: BCE.

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

2) Importes emitidos por residentes en la zona del euro. Los importes emitidos por no residentes están incluidos en «Activos frente a no residentes en la zona del euro».

3) Saldo mantenidos por residentes en la zona del euro.

4) Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

**2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro <sup>1)</sup>**

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos <sup>2)</sup>
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2012	26.245,6	12.210,7	1.170,3	11.040,4	3.629,2	2.195,4	1.433,8	767,0	4.845,6	222,9	4.570,3
2013	24.649,4	11.748,4	1.097,3	10.651,1	3.622,0	2.261,9	1.360,1	792,4	4.488,6	219,2	3.778,8
2013 III	25.416,3	11.885,0	1.105,5	10.779,5	3.741,9	2.321,4	1.420,4	792,7	4.587,5	218,7	4.190,5
2013 IV	24.649,4	11.748,4	1.097,3	10.651,1	3.622,0	2.261,9	1.360,1	792,4	4.488,6	219,2	3.778,8
2013 Oct	25.460,1	11.848,5	1.118,1	10.730,4	3.740,9	2.340,7	1.400,1	793,3	4.625,4	217,4	4.234,7
2013 Nov	25.414,5	11.823,5	1.099,5	10.724,1	3.733,4	2.335,8	1.397,6	795,2	4.616,6	218,1	4.227,6
2013 Dic	24.649,4	11.748,4	1.097,3	10.651,1	3.622,0	2.261,9	1.360,1	792,4	4.488,6	219,2	3.778,8
2014 Ene <sup>(p)</sup>	25.063,6	11.775,9	1.118,7	10.657,2	3.688,0	2.319,9	1.368,1	795,4	4.683,1	217,5	3.903,6
<b>Operaciones</b>											
2012	87,1	-38,0	-4,7	-33,4	113,1	183,6	-70,5	38,6	-151,1	-14,1	138,6
2013	-1.615,6	-274,6	-73,8	-200,9	-27,8	46,0	-73,8	14,1	-79,4	-1,9	-1.246,0
2013 III	-429,2	-95,9	-12,5	-83,4	-70,6	-58,6	-12,0	-8,3	-75,4	1,1	-180,0
2013 IV	-669,8	-98,0	-8,1	-89,8	-136,9	-75,1	-61,8	-5,1	-14,0	0,7	-416,5
2013 Oct	64,5	-22,3	12,4	-34,7	-15,1	5,8	-20,9	-5,6	65,4	-1,2	43,2
2013 Nov	-30,3	-18,2	-18,6	0,4	-10,9	-7,8	-3,0	1,3	5,5	0,7	-8,8
2013 Dic	-703,9	-57,4	-1,9	-55,5	-111,0	-73,1	-37,9	-0,8	-85,0	1,2	-451,0
2014 Ene <sup>(p)</sup>	305,5	6,8	20,3	-13,6	45,5	44,4	1,2	7,0	129,9	-1,8	118,1

**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
<b>Saldos vivos</b>										
2012	26.245,6	876,8	251,0	10.931,2	467,9	2.853,4	2.395,9	3.793,0	4.729,7	-53,3
2013	24.649,4	921,2	214,5	10.974,4	404,7	2.587,1	2.342,1	3.308,4	3.950,8	-53,8
2013 III	25.416,3	894,0	272,9	10.977,7	417,9	2.643,0	2.371,3	3.500,4	4.383,2	-44,1
2013 IV	24.649,4	921,2	214,5	10.974,4	404,7	2.587,1	2.342,1	3.308,4	3.950,8	-53,8
2013 Oct	25.460,1	898,0	245,2	10.976,6	419,1	2.638,2	2.376,7	3.511,5	4.436,4	-41,6
2013 Nov	25.414,5	903,4	263,6	10.998,9	417,9	2.631,4	2.357,1	3.474,0	4.422,9	-54,7
2013 Dic	24.649,4	921,2	214,5	10.974,4	404,7	2.587,1	2.342,1	3.308,4	3.950,8	-53,8
2014 Ene <sup>(p)</sup>	25.063,6	908,2	236,1	10.965,4	428,8	2.584,1	2.390,1	3.471,1	4.105,5	-25,7
<b>Operaciones</b>										
2012	87,1	19,5	-5,1	184,6	-18,2	-124,8	155,4	-251,9	151,2	-23,7
2013	-1.615,6	44,4	-37,3	160,5	-46,6	-198,7	80,2	-441,6	-1.191,8	15,4
2013 III	-429,2	8,1	-70,6	-60,8	-18,1	-40,6	5,7	-131,5	-150,7	29,4
2013 IV	-669,8	27,2	-59,2	22,5	-12,7	-25,6	0,6	-179,2	-430,7	-12,6
2013 Oct	64,5	3,9	-28,0	13,9	1,3	2,8	-7,0	31,4	47,8	-1,7
2013 Nov	-30,3	5,4	18,4	28,1	-1,1	-6,3	-1,8	-46,0	-11,2	-15,7
2013 Dic	-703,9	17,8	-49,6	-19,5	-12,9	-22,1	9,4	-164,6	-467,3	4,8
2014 Ene <sup>(p)</sup>	305,5	-13,6	20,4	-29,5	24,0	-13,2	19,9	120,1	147,9	29,6

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- En diciembre de 2010 se modificó la manera de registrar los derivados en un Estado miembro, lo que provocó un incremento en su posición.
- Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.
- Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

## 2.3 Estadísticas monetarias <sup>1)</sup>

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

### 1. Agregados monetarios<sup>2)</sup> y contrapartidas

	M3				5	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro <sup>3)</sup>			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>4)</sup>
	M2		M3-M2	Préstamos					Pro memoria: Préstamos ajustados de ventas y titulizaciones <sup>5)</sup>			
	M1	M2-M1							3	4	10	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos</b>												
2012	5.107,6	3.882,3	8.990,0	790,1	9.780,1	-	7.568,4	3.406,0	13.056,3	10.855,1	-	1.035,8
2013	5.390,4	3.812,1	9.202,5	624,9	9.827,4	-	7.305,6	3.402,1	12.694,9	10.541,3	-	1.162,7
2013 III	5.344,7	3.852,4	9.197,1	664,6	9.861,6	-	7.365,8	3.437,4	12.864,2	10.628,0	-	1.079,8
2013 IV	5.390,4	3.812,1	9.202,5	624,9	9.827,4	-	7.305,6	3.402,1	12.694,9	10.541,3	-	1.162,7
2013 Oct	5.397,6	3.820,6	9.218,1	662,8	9.880,9	-	7.394,3	3.464,5	12.827,1	10.606,4	-	1.115,5
2013 Nov	5.424,4	3.816,3	9.240,7	658,1	9.898,8	-	7.359,9	3.429,2	12.765,1	10.575,2	-	1.140,3
2013 Dic	5.390,4	3.812,1	9.202,5	624,9	9.827,4	-	7.305,6	3.402,1	12.694,9	10.541,3	-	1.162,7
2014 Ene <sup>(p)</sup>	5.454,8	3.793,1	9.247,9	650,2	9.898,1	-	7.349,6	3.450,0	12.721,9	10.561,1	-	1.203,9
<b>Operaciones</b>												
2012	307,9	78,1	386,0	-55,4	330,6	-	-116,9	184,9	-102,5	-70,8	-16,9	99,5
2013	291,0	-67,1	223,9	-124,1	99,8	-	-87,9	-25,4	-307,4	-248,4	-220,3	361,5
2013 III	87,2	-20,4	66,8	-28,5	38,2	-	-36,5	-21,2	-70,0	-69,5	-62,5	62,3
2013 IV	49,1	-39,6	9,5	-20,4	-10,9	-	-15,0	-50,8	-153,1	-64,2	-58,4	155,1
2013 Oct	54,7	-30,7	24,0	-1,7	22,3	-	24,3	13,5	-36,2	-13,7	-13,9	43,0
2013 Nov	26,3	-5,4	20,8	-3,4	17,5	-	-16,4	-38,3	-60,6	-28,7	-25,9	47,6
2013 Dic	-31,9	-3,5	-35,3	-15,4	-50,7	-	-22,8	-25,9	-56,4	-21,8	-18,6	64,4
2014 Ene <sup>(p)</sup>	52,7	-22,9	29,8	25,1	54,9	-	0,3	33,0	4,5	0,2	-5,7	19,3
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2012	6,4	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,6	-1,5	5,9	-0,8	-0,6	-0,2	99,5
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,0	361,5
2013 III	6,6	0,1	3,8	-17,6	2,0	1,9	-1,3	0,7	-1,2	-2,1	-1,5	315,1
2013 IV	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,0	361,5
2013 Oct	6,5	-1,2	3,2	-17,9	1,4	1,6	-0,8	0,8	-1,4	-2,1	-1,7	329,6
2013 Nov	6,5	-1,5	3,0	-16,3	1,5	1,3	-0,9	-0,6	-1,6	-2,3	-1,8	316,0
2013 Dic	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,0	361,5
2014 Ene <sup>(p)</sup>	6,2	-2,6	2,4	-12,8	1,2	.	-1,1	0,2	-2,2	-2,2	-2,0	339,8

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro, etc.) frente a los sectores residentes en la zona del euro distintos de IFM, excluida la Administración Central. Véase el Glosario para la definición de M1, M2 y M3.
- Excluye las adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central a partir de junio de 2010; las operaciones y las tasas de crecimiento están ajustadas por este efecto.
- En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de las operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.
- Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

### 2.3 Estadísticas monetarias <sup>1)</sup>

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

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales <sup>2)</sup>	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2012	863,9	4.243,7	1.801,8	2.080,6	123,7	483,3	183,2	2.685,0	106,1	2.395,2	2.382,1
2013	909,5	4.480,9	1.690,5	2.121,6	118,8	417,9	88,2	2.511,1	91,7	2.372,8	2.330,1
2013 III	893,7	4.451,0	1.719,5	2.132,9	110,1	421,7	132,7	2.506,5	93,6	2.393,3	2.372,4
2013 IV	909,5	4.480,9	1.690,5	2.121,6	118,8	417,9	88,2	2.511,1	91,7	2.372,8	2.330,1
2013 Oct	898,1	4.499,5	1.691,7	2.128,8	117,6	423,2	122,0	2.517,5	92,7	2.401,5	2.382,6
2013 Nov	902,9	4.521,5	1.683,7	2.132,6	118,8	417,5	121,8	2.515,6	92,1	2.395,0	2.357,1
2013 Dic	909,5	4.480,9	1.690,5	2.121,6	118,8	417,9	88,2	2.511,1	91,7	2.372,8	2.330,1
2014 Ene <sup>(p)</sup>	913,7	4.541,1	1.673,9	2.119,2	124,7	433,8	91,7	2.499,4	90,9	2.374,5	2.384,8
Operaciones											
2012	20,2	287,7	-36,5	114,6	-17,0	-20,0	-18,4	-105,8	-10,2	-156,1	155,1
2013	45,6	245,4	-110,3	43,2	-11,9	-48,7	-63,5	-136,8	-14,3	-18,4	81,6
2013 III	12,9	74,3	-32,1	11,7	-15,1	-16,8	3,4	-44,8	-3,0	-6,5	17,8
2013 IV	15,8	33,3	-29,0	-10,6	9,6	-3,4	-26,6	17,6	-1,8	-18,0	-12,7
2013 Oct	4,3	50,3	-26,7	-4,0	7,6	1,5	-10,7	18,6	-0,9	8,8	-2,2
2013 Nov	4,9	21,4	-9,8	4,4	1,9	-5,7	0,4	-2,0	-0,6	-6,0	-7,8
2013 Dic	6,6	-38,5	7,5	-11,0	0,1	0,8	-16,3	1,0	-0,4	-20,8	-2,7
2014 Ene <sup>(p)</sup>	3,5	49,2	-20,0	-2,9	5,7	15,8	3,6	-22,0	-0,8	-3,6	26,7
Tasas de crecimiento											
2012	2,4	7,3	-2,0	5,8	-11,8	-3,9	-9,6	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,5	-5,1	-13,5	-0,8	3,5
2013 III	3,1	7,3	-4,9	4,5	-18,1	-11,9	-30,9	-6,4	-14,9	-1,5	5,4
2013 IV	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,5	-5,1	-13,5	-0,8	3,5
2013 Oct	3,7	7,1	-6,6	3,5	-10,3	-12,5	-36,0	-5,4	-14,8	-0,9	5,1
2013 Nov	4,5	6,9	-6,8	3,1	-9,4	-12,6	-30,8	-5,5	-14,4	-0,6	4,8
2013 Dic	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,5	-5,1	-13,5	-0,8	3,5
2014 Ene <sup>(p)</sup>	5,8	6,3	-7,3	1,5	-9,1	-6,4	-33,9	-5,4	-12,6	-0,8	4,0

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Excluye las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central a partir de junio de 2010; las operaciones y las tasas de crecimiento están ajustadas por este efecto.

## 2.3 Estadísticas monetarias <sup>1)</sup>

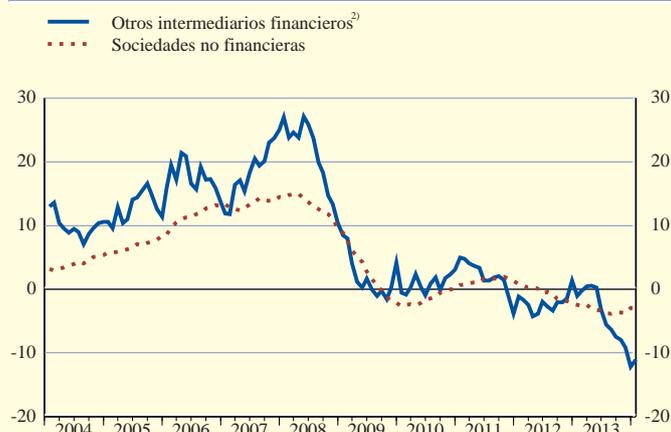
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 3. Préstamos como contrapartida de M3

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>		Sociedades no financieras			Hogares <sup>3)</sup>				
	Total	Total	Total	Préstamos ajustados de ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Préstamos ajustados de ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
<b>Saldos vivos</b>												
2012	89,0	977,0	4.546,5	-	1.129,8	795,7	2.621,1	5.242,5	-	601,8	3.824,4	816,4
2013	98,3	866,1	4.356,2	-	1.068,0	740,5	2.547,7	5.220,6	-	573,2	3.851,6	795,9
2013 III	95,4	902,7	4.394,0	-	1.081,8	762,5	2.549,7	5.235,9	-	582,1	3.845,5	808,2
2013 IV	98,3	866,1	4.356,2	-	1.068,0	740,5	2.547,7	5.220,6	-	573,2	3.851,6	795,9
2013 Oct	97,2	897,3	4.379,2	-	1.072,0	760,7	2.546,5	5.232,7	-	575,3	3.853,1	804,4
2013 Nov	100,1	882,9	4.363,7	-	1.062,5	758,8	2.542,3	5.228,5	-	572,6	3.855,6	800,3
2013 Dic	98,3	866,1	4.356,2	-	1.068,0	740,5	2.547,7	5.220,6	-	573,2	3.851,6	795,9
2014 Ene <sup>5)</sup>	99,7	855,5	4.377,7	-	1.062,2	745,9	2.569,6	5.228,1	-	572,3	3.858,3	797,5
<b>Operaciones</b>												
2012	-2,0	12,9	-107,4	-61,8	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,8	48,3	-4,9
2013	9,6	-120,0	-133,9	-128,6	-44,8	-45,0	-44,1	-4,2	15,5	-18,3	27,4	-13,3
2013 III	1,4	-40,3	-33,4	-35,6	-14,7	-8,3	-10,4	2,7	10,9	-0,6	3,5	-0,1
2013 IV	3,0	-33,9	-25,9	-27,6	-9,0	-17,8	0,9	-7,4	-0,4	-6,4	7,0	-8,1
2013 Oct	1,9	-4,0	-12,5	-14,3	-8,0	-0,2	-4,3	0,9	2,6	-5,9	8,0	-1,2
2013 Nov	2,9	-15,0	-13,2	-14,1	-8,4	-1,3	-3,5	-3,4	0,0	-2,0	2,5	-3,9
2013 Dic	-1,7	-15,0	-0,2	0,9	7,4	-16,3	8,7	-4,9	-3,0	1,5	-3,4	-3,0
2014 Ene <sup>5)</sup>	1,3	4,2	-5,8	-11,7	-8,3	2,0	0,5	0,4	0,4	-1,0	1,3	0,2
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2012	-2,2	1,3	-2,3	-1,3	0,6	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,6
2013	10,8	-12,2	-3,0	-2,9	-4,0	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,1	0,7	-1,6
2013 III	9,9	-7,5	-3,6	-2,8	-3,2	-5,6	-3,2	0,1	0,4	-2,3	0,8	-1,0
2013 IV	10,8	-12,2	-3,0	-2,9	-4,0	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,1	0,7	-1,6
2013 Oct	8,3	-8,0	-3,7	-2,9	-4,1	-5,3	-3,0	0,1	0,3	-3,1	0,9	-1,3
2013 Nov	14,0	-9,2	-3,8	-3,1	-4,7	-5,0	-3,1	0,0	0,3	-3,3	0,9	-1,8
2013 Dic	10,8	-12,2	-3,0	-2,9	-4,0	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,1	0,7	-1,6
2014 Ene <sup>5)</sup>	7,4	-11,1	-2,9	-2,9	-4,4	-5,1	-1,6	-0,2	0,2	-3,0	0,5	-1,5

### G5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



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)



**2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM <sup>1), 2)</sup>**

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

**1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras**

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros					Sociedades no financieras					
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total				Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
					Adquisiciones temporales a través de ECC										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
<b>Saldos vivos</b>															
2013	90,0	72,6	4,1	13,3	984,9	122,4	438,8	223,7	322,4	4.345,0	1.059,8	739,3	2.545,9		
2013 III	98,5	82,1	3,5	12,9	1.048,6	137,7	504,2	215,2	329,3	4.393,5	1.079,1	764,0	2.550,4		
2013 IV	90,0	72,6	4,1	13,3	984,9	122,4	438,8	223,7	322,4	4.345,0	1.059,8	739,3	2.545,9		
2013 Nov	100,9	83,4	3,8	13,7	1.015,5	132,9	470,9	216,8	327,9	4.371,1	1.062,4	759,3	2.549,4		
2013 Dic	90,0	72,6	4,1	13,3	984,9	122,4	438,8	223,7	322,4	4.345,0	1.059,8	739,3	2.545,9		
2014 Ene <sup>(p)</sup>	97,1	79,5	4,0	13,5	957,9	106,2	421,0	222,5	314,4	4.374,9	1.064,2	742,4	2.568,2		
<b>Operaciones</b>															
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-70,7	49,2	-50,4	3,9	-24,2	-134,4	-44,6	-45,0	-44,8		
2013 III	3,7	3,2	-0,3	0,7	-43,7	-8,0	-32,2	2,4	-13,9	-42,2	-27,7	-7,5	-7,0		
2013 IV	-8,4	-9,4	0,6	0,4	-45,0	0,7	-48,6	9,3	-5,7	-36,6	-14,5	-20,4	-1,7		
2013 Nov	0,5	0,1	0,1	0,3	0,8	14,0	1,4	1,1	-1,6	-3,7	-3,0	-2,8	2,0		
2013 Dic	-10,9	-10,8	0,3	-0,4	-23,6	-5,3	-26,3	7,2	-4,5	-18,7	-0,7	-17,9	-0,2		
2014 Ene <sup>(p)</sup>	7,0	6,9	-0,1	0,2	-12,2	-16,2	-15,9	-1,6	5,3	2,6	2,0	-0,4	0,9		
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,3	28,0	-9,6	1,9	-6,9	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7		
2013 III	10,0	14,5	-37,6	5,5	-4,1	12,4	-4,1	-0,8	-5,9	-3,6	-3,2	-5,6	-3,2		
2013 IV	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,3	28,0	-9,6	1,9	-6,9	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7		
2013 Nov	14,1	17,2	-19,7	9,3	-4,8	20,6	-4,9	0,0	-7,8	-3,8	-4,7	-5,0	-3,1		
2013 Dic	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,3	28,0	-9,6	1,9	-6,9	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7		
2014 Ene <sup>(p)</sup>	7,4	8,9	-6,4	3,9	-8,9	-2,7	-15,6	3,8	-6,8	-2,9	-4,4	-5,1	-1,6		

**2. Préstamos a hogares <sup>3)</sup>**

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades				
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Empresarios individuales	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>														
2013	5.230,0	575,6	128,6	169,3	277,7	3.857,8	12,7	55,4	3.789,7	796,6	408,7	136,5	76,5	583,6
2013 III	5.237,7	583,0	130,4	170,4	282,3	3.847,1	12,6	55,8	3.778,7	807,6	413,5	138,4	77,6	591,6
2013 IV	5.230,0	575,6	128,6	169,3	277,7	3.857,8	12,7	55,4	3.789,7	796,6	408,7	136,5	76,5	583,6
2013 Nov	5.235,3	573,1	125,4	168,4	279,2	3.856,9	12,7	56,0	3.788,3	805,4	409,5	140,3	77,0	588,0
2013 Dic	5.230,0	575,6	128,6	169,3	277,7	3.857,8	12,7	55,4	3.789,7	796,6	408,7	136,5	76,5	583,6
2014 Ene <sup>(p)</sup>	5.226,2	571,2	126,3	168,5	276,3	3.858,2	12,9	55,3	3.789,9	796,9	407,7	136,9	76,0	584,0
<b>Operaciones</b>														
2013	-4,6	-18,3	-4,0	-7,0	-7,4	27,1	-1,4	-1,5	30,0	-13,4	-10,7	-3,6	-3,5	-6,3
2013 III	-1,2	-2,1	0,0	-1,0	-1,1	6,7	-1,1	0,1	7,7	-5,9	-1,4	-6,0	-0,7	0,9
2013 IV	0,1	-4,8	-0,5	-1,5	-2,9	11,6	0,1	-0,4	11,9	-6,7	-3,0	-0,4	-0,9	-5,3
2013 Nov	2,8	-2,7	-0,8	-0,7	-1,2	2,7	-0,1	0,1	2,7	2,8	-1,0	4,6	-0,4	-1,4
2013 Dic	-2,3	3,5	3,4	1,0	-0,9	1,5	0,0	-0,5	2,0	-7,3	-0,4	-3,7	-0,5	-3,1
2014 Ene <sup>(p)</sup>	-10,9	-4,6	-2,3	-0,9	-1,4	-5,0	0,0	-0,2	-4,8	-1,2	-2,2	0,4	-0,9	-0,7
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2013	-0,1	-3,0	-2,9	-4,0	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,5	-2,5	-4,4	-1,1
2013 III	0,1	-2,3	-0,8	-3,9	-2,1	0,8	-10,1	-2,4	0,9	-1,0	-1,2	-1,1	-5,6	-0,4
2013 IV	-0,1	-3,0	-2,9	-4,0	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,5	-2,5	-4,4	-1,1
2013 Nov	0,0	-3,3	-2,8	-4,9	-2,5	0,9	-8,8	-2,6	1,0	-1,7	-1,6	-3,2	-5,4	-0,9
2013 Dic	-0,1	-3,0	-2,9	-4,0	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,5	-2,5	-4,4	-1,1
2014 Ene <sup>(p)</sup>	-0,2	-3,0	-3,5	-3,6	-2,4	0,5	-9,6	-2,8	0,6	-1,5	-2,6	-1,8	-4,3	-1,1

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

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

## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM <sup>1), 2)</sup>

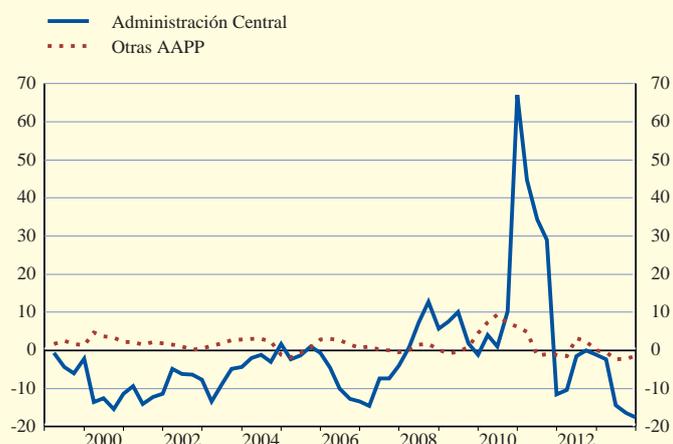
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 3. Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2011	1.159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3.021,6	2.022,7	998,9	62,4	936,4
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 I	1.124,3	312,4	217,0	568,8	26,0	2.891,1	1.889,5	1.001,6	60,0	941,6
II	1.101,8	290,3	218,1	565,3	28,0	2.877,8	1.893,7	984,1	58,0	926,1
III	1.090,4	285,1	213,8	560,0	31,6	2.767,3	1.807,6	959,7	59,3	900,5
IV <sup>(p)</sup>	1.082,3	281,2	213,7	557,8	29,4	2.726,5	1.787,8	937,5	56,5	881,1
<b>Operaciones</b>										
2011	-54,9	-45,9	-0,3	14,6	-23,3	15,6	-26,2	41,6	12,9	28,7
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2013 I	-29,5	-29,5	-4,5	2,5	1,9	10,9	-26,8	37,7	-1,0	38,7
II	-22,1	-21,8	1,1	-3,5	2,0	18,6	25,2	-6,6	-1,3	-5,3
III	-12,4	-5,1	-4,5	-6,4	3,5	-91,4	-77,3	-14,1	2,4	-16,5
IV <sup>(p)</sup>	-8,1	-3,8	0,0	-2,3	-2,1	-10,6	2,3	-14,1	-2,2	-11,9
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2011	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-51,6	0,6	-1,1	4,4	26,7	3,2
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013 I	-1,1	-2,4	-3,5	0,2	8,3	-5,2	-7,1	-1,3	0,1	-1,4
II	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,6	-4,1	-5,7	-0,9	3,2	-1,1
III	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-5,5	-6,9	-2,8	3,3	-3,2
IV <sup>(p)</sup>	-6,3	-17,6	-3,6	-1,7	21,9	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5

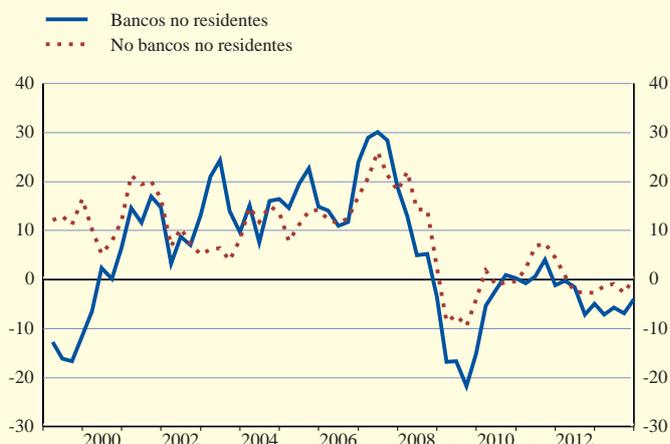
#### G7 Préstamos a las AAPP <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



#### G8 Préstamos a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

3) En este cuadro, el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM <sup>1), 2)</sup>

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

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros							
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Saldos vivos</b>															
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2.016,5	410,7	236,6	1.021,0	13,6	0,3	334,4	256,7
2013	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0
2013 III	669,6	106,5	74,6	470,7	8,2	0,1	9,5	1.960,6	443,2	235,2	970,0	17,2	0,3	294,7	212,5
2013 IV	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0
2013 Oct	668,8	105,6	77,2	467,9	7,9	0,1	10,0	1.916,9	436,8	225,6	964,8	17,3	0,4	272,0	188,1
2013 Nov	660,7	104,2	72,4	466,2	7,1	0,1	10,7	1.900,9	433,3	216,5	961,8	23,3	0,5	265,5	183,3
2013 Dic	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0
2014 Ene <sup>(p)</sup>	677,5	119,1	77,3	461,4	8,1	0,1	11,5	1.858,1	437,6	218,9	940,1	19,8	0,5	241,2	160,5
<b>Operaciones</b>															
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-176,7	23,9	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	17,2	13,3
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-56,9	14,2	-14,7	-76,2	3,0	0,3	16,6	30,6
2013 III	-9,1	2,4	-3,7	-9,2	0,9	-0,2	0,6	-80,3	-11,7	4,8	-24,6	0,2	0,1	-49,1	-40,5
2013 IV	-15,8	-10,3	1,9	-7,7	-1,1	0,0	1,5	-82,0	-17,5	-13,3	-25,2	-0,5	0,2	-25,7	-16,1
2013 Oct	-0,6	-0,8	2,6	-2,6	-0,2	0,0	0,4	-30,5	-5,8	-9,1	-4,6	0,1	0,1	-11,1	-12,9
2013 Nov	-8,1	-1,4	-4,8	-1,7	-0,8	0,0	0,7	-9,1	-3,3	-9,4	-3,2	6,2	0,1	0,4	1,6
2013 Dic	-7,1	-8,1	4,1	-3,4	-0,1	0,0	0,4	-42,4	-8,5	5,2	-17,4	-6,8	0,0	-15,0	-4,8
2014 Ene <sup>(p)</sup>	23,5	22,8	0,6	-1,4	1,1	0,0	0,4	-4,3	12,3	-3,2	-7,9	3,3	0,0	-8,8	-17,5
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2012	-1,8	16,5	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,0	6,1	-17,4	-14,0	-14,0	-	4,3	4,2
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,5	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9
2013 III	-3,2	5,6	-5,2	-5,0	31,7	-	-13,3	-3,1	2,5	-1,1	-6,3	27,1	-	-3,3	2,8
2013 IV	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,5	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9
2013 Oct	-3,3	-0,2	-2,5	-4,6	26,2	-	-2,8	-3,1	4,5	-8,1	-6,1	30,2	-	-2,0	1,3
2013 Nov	-3,4	1,9	-5,4	-4,2	17,2	-	-15,4	-3,6	3,0	-8,1	-6,7	74,2	-	-3,4	-1,1
2013 Dic	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,5	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9
2014 Ene <sup>(p)</sup>	-3,8	0,1	-7,2	-4,6	27,4	-	-4,4	-4,3	2,0	-8,5	-7,7	39,6	-	-4,0	-1,6

### G9 Depósitos totales por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

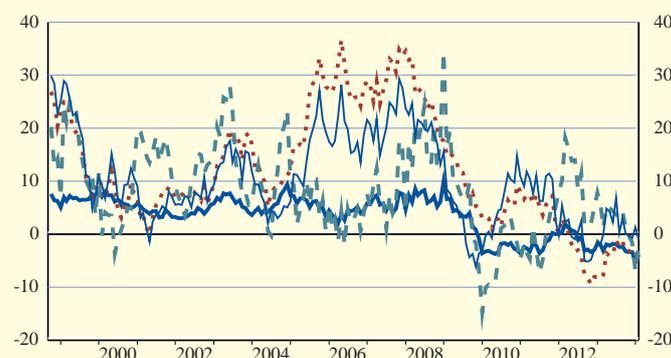
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



### G10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)
- - - - - Empresas de seguros y fondos de pensiones (incluidos en M3) <sup>3)</sup>
- - - - - Otros intermediarios financieros (incluidos en M3) <sup>4)</sup>



Fuente: BCE.

- Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.
- Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM <sup>1), 2)</sup>

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

### 2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2012	1.761,5	1.148,5	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6.119,1	2.346,4	979,1	747,8	1.937,3	98,0	10,4
2013	1.873,4	1.236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6.263,4	2.521,6	877,4	806,7	1.969,3	83,9	4,5
2013 III	1.791,0	1.173,5	392,2	118,8	95,0	1,8	9,7	6.202,8	2.460,2	902,5	783,6	1.965,2	84,9	6,3
IV	1.873,4	1.236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6.263,4	2.521,6	877,4	806,7	1.969,3	83,9	4,5
2013 Oct	1.814,1	1.182,0	402,2	120,7	94,8	1,8	12,6	6.209,7	2.478,7	890,9	791,1	1.958,7	84,5	5,7
Nov	1.840,3	1.210,3	400,9	120,9	95,0	1,9	11,4	6.229,6	2.502,4	886,0	796,5	1.954,8	84,2	5,6
Dic	1.873,4	1.236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6.263,4	2.521,6	877,4	806,7	1.969,3	83,9	4,5
2014 Ene <sup>4)</sup>	1.830,9	1.193,1	402,1	123,8	94,1	1,8	16,0	6.270,6	2.522,1	873,9	811,7	1.974,2	83,7	5,0
<b>Operaciones</b>														
2012	81,9	99,3	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,8	90,4	33,7	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013	119,7	92,6	-3,8	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,2	176,7	-100,1	59,5	32,2	-14,1	-5,9
2013 III	36,3	27,4	2,4	4,0	3,2	0,1	-0,8	-6,0	14,1	-26,5	14,0	-4,6	-3,3	0,2
IV	83,8	63,8	12,1	4,0	-3,0	0,1	6,8	61,6	62,1	-25,5	23,7	4,2	-1,0	-1,8
2013 Oct	24,4	9,4	10,5	1,7	-0,2	0,1	2,9	7,3	18,7	-11,5	7,5	-6,4	-0,5	-0,6
Nov	25,3	27,7	-2,1	0,2	0,6	0,0	-1,2	19,8	23,6	-5,5	6,0	-4,0	-0,3	-0,1
Dic	34,2	26,7	3,7	2,0	-3,4	0,0	5,1	34,5	19,7	-8,5	10,2	14,5	-0,2	-1,2
2014 Ene <sup>4)</sup>	-49,8	-48,9	-3,4	0,8	2,4	0,0	-0,6	1,7	-3,0	-4,8	4,8	4,4	-0,3	0,6
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2012	4,9	9,4	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,3	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2013 III	6,0	7,8	-2,0	15,2	11,0	2,0	-12,1	3,2	7,2	-6,4	4,9	3,9	-15,8	-50,3
IV	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,3	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2013 Oct	6,4	8,1	-1,5	15,2	11,5	4,9	5,5	3,3	8,5	-8,1	6,2	2,9	-15,7	-51,9
Nov	7,1	9,2	-1,2	15,2	10,5	-6,6	1,8	3,3	8,9	-8,8	7,5	2,4	-15,3	-51,9
Dic	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,3	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2014 Ene <sup>4)</sup>	6,6	7,6	0,6	16,4	7,8	1,1	15,2	2,2	7,8	-11,1	8,3	1,0	-13,0	-52,5

### G11 Depósitos totales por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- ... Hogares (total)



### G12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- ... Hogares (total)
- - Sociedades no financieras (incluidos en M3) <sup>4)</sup>
- Hogares (incluidos en M3) <sup>5)</sup>



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

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

4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

5) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM <sup>1), 2)</sup>

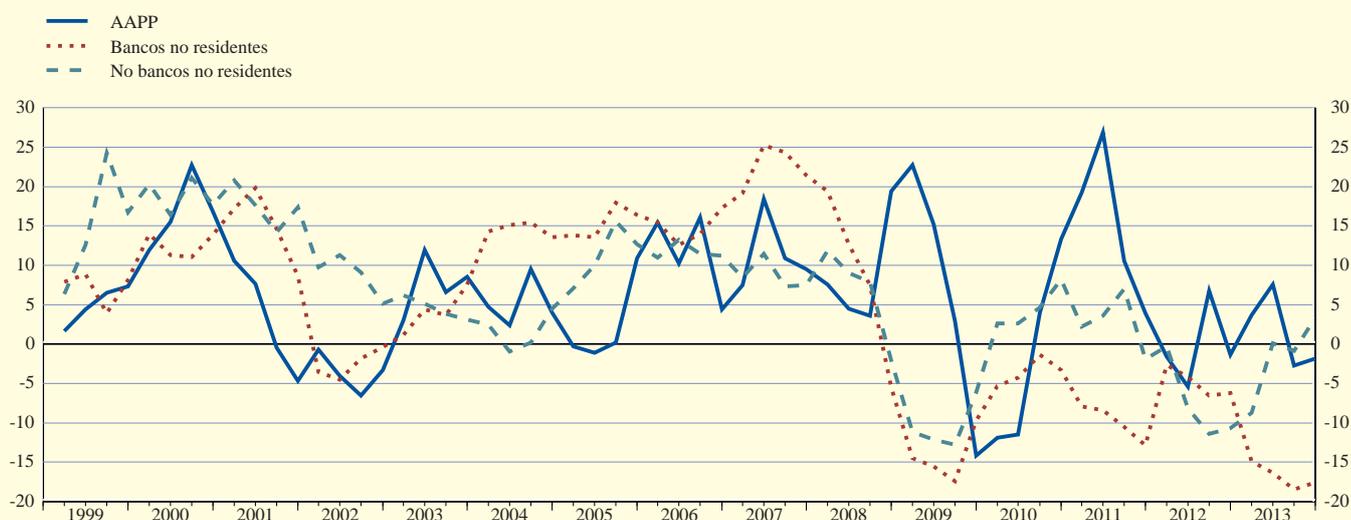
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2011	442,0	195,5	48,6	112,6	85,4	3.153,6	2.175,0	978,6	44,3	934,3
2012	448,0	169,7	62,8	111,7	103,8	2.895,2	2.016,6	878,6	39,8	838,7
2013 I	499,4	207,8	67,2	111,8	112,5	2.904,8	1.989,5	915,2	37,6	877,6
II	546,0	235,6	70,9	115,4	124,2	2.806,3	1.873,3	933,0	35,4	897,6
III	495,5	190,9	70,7	113,6	120,2	2.666,0	1.737,4	928,6	43,0	885,6
IV <sup>(p)</sup>	440,7	152,2	64,1	109,2	115,2	2.519,6	1.627,1	892,9	29,8	863,1
<b>Operaciones</b>										
2011	17,1	3,3	0,6	2,3	10,8	-334,9	-314,6	-20,3	-2,1	-18,2
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,4	-135,8	-104,6	-5,1	-99,5
2013 I	50,3	38,2	4,1	0,1	7,9	-2,3	-33,0	30,7	-2,0	32,8
II	46,7	27,7	3,8	3,6	11,7	-68,8	-98,6	29,8	-1,8	31,6
III	-49,8	-44,7	-0,1	-1,7	-3,3	-128,8	-127,6	-1,2	7,9	-9,1
IV <sup>(p)</sup>	-55,6	-39,5	-6,6	-4,4	-5,0	-124,8	-94,3	-29,3	-12,9	-16,4
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,6	-9,8	-12,8	-1,9	-4,4	-1,8
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,3	-10,7	-11,9	-10,6
2013 I	3,6	9,8	-12,3	-1,5	12,8	-13,0	-14,9	-8,7	-33,0	-7,3
II	7,6	23,9	-28,2	2,9	16,5	-11,6	-16,3	0,1	-14,4	0,8
III	-2,8	-5,4	-24,1	2,1	16,3	-13,1	-18,4	-0,9	2,0	-1,0
IV <sup>(p)</sup>	-1,8	-10,7	1,8	-2,2	10,8	-11,3	-17,6	3,4	-22,6	4,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

3) En este cuadro, el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

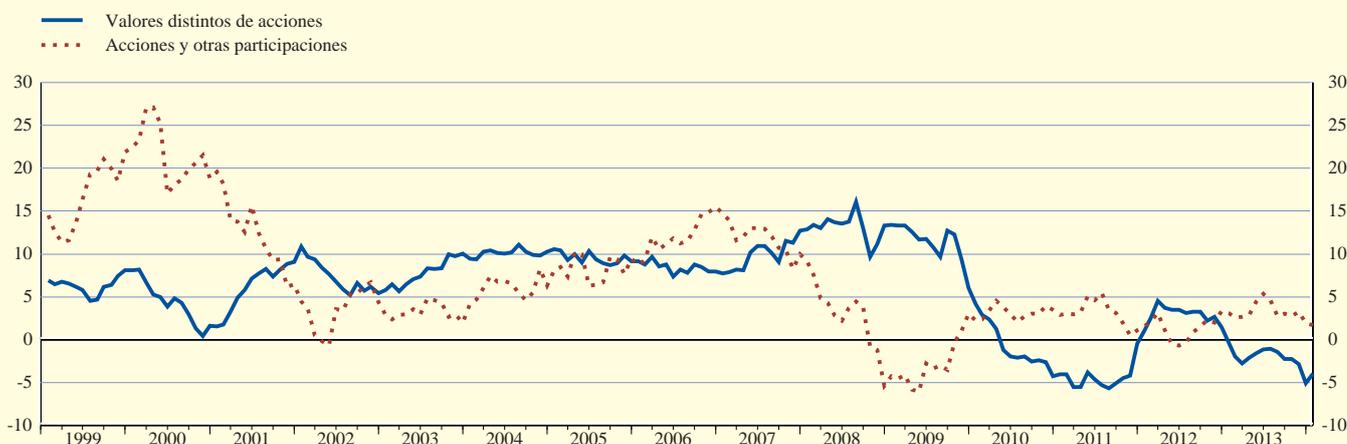
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Saldos vivos</b>												
2012	5.774,4	1.748,4	102,9	1.594,2	32,8	1.399,6	23,6	872,8	1.528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5.470,6	1.540,0	102,7	1.674,0	20,3	1.306,4	28,7	798,4	1.561,7	457,0	775,9	328,9
2013 III	5.649,6	1.601,6	102,2	1.714,9	29,8	1.365,2	28,8	807,1	1.552,7	456,2	776,6	320,0
2013 IV	5.470,6	1.540,0	102,7	1.674,0	20,3	1.306,4	28,7	798,4	1.561,7	457,0	775,9	328,9
2013 Oct	5.627,5	1.586,3	100,7	1.736,0	29,0	1.346,3	28,2	801,0	1.556,1	457,6	776,7	321,8
2013 Nov	5.617,2	1.578,7	103,0	1.736,0	26,0	1.344,4	27,4	801,7	1.567,2	460,3	778,7	328,1
2013 Dic	5.470,6	1.540,0	102,7	1.674,0	20,3	1.306,4	28,7	798,4	1.561,7	457,0	775,9	328,9
2014 Ene <sup>(p)</sup>	5.571,0	1.558,0	108,8	1.731,4	20,0	1.311,5	30,0	811,5	1.566,7	462,0	778,4	326,4
<b>Operaciones</b>												
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,5	-3,9	-46,3	49,9	6,6	38,0	5,3
2013	-290,1	-220,7	-0,4	65,3	-11,2	-94,0	5,9	-35,0	29,9	-12,1	13,4	28,6
2013 III	-123,7	-50,2	-14,5	-45,9	0,8	-15,4	2,3	-0,8	-13,4	-14,3	-8,6	9,6
2013 IV	-183,5	-62,7	1,6	-51,0	-9,0	-60,3	0,1	-2,1	1,9	2,2	-5,2	4,9
2013 Oct	-28,5	-16,8	-0,3	11,1	-0,5	-19,7	-0,3	-2,0	-3,9	2,0	-5,8	-0,1
2013 Nov	-16,4	-8,1	1,3	-1,9	-3,1	-2,0	-1,2	-1,4	8,8	2,4	1,5	4,9
2013 Dic	-138,6	-37,8	0,6	-60,1	-5,4	-38,7	1,6	1,2	-3,0	-2,2	-0,9	0,1
2014 Ene <sup>(p)</sup>	74,0	17,9	4,3	48,5	-0,9	-0,1	0,7	3,5	10,5	4,0	6,4	0,2
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2012	1,5	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,1	-6,7	25,2	-4,1	2,0	-2,6	1,8	9,6
2013 III	-2,3	-11,0	-2,2	6,5	-2,2	0,9	15,2	-5,7	3,0	-4,7	4,6	12,3
2013 IV	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,1	-6,7	25,2	-4,1	2,0	-2,6	1,8	9,6
2013 Oct	-2,2	-11,0	-1,8	6,4	-2,6	0,0	0,2	-3,9	2,7	-4,5	4,3	11,1
2013 Nov	-2,8	-11,2	-5,3	4,6	-18,1	0,5	17,5	-4,4	3,3	-2,2	2,6	14,3
2013 Dic	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,1	-6,7	25,2	-4,1	2,0	-2,6	1,8	9,6
2014 Ene <sup>(p)</sup>	-4,0	-11,2	-12,9	5,2	-37,8	-5,6	27,6	-2,3	1,7	-1,6	0,8	9,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

**2.7 Detalle de algunas partidas del balance de las IFM, por monedas <sup>1), 2)</sup>**

(porcentaje del total; saldos vivos en mm de euros; fin del período)

**1. Préstamos, valores distintos de acciones y depósitos**

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldo vivo)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldo vivo)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Préstamos</b>														
<i>A residentes en la zona euro</i>														
2011	6.153,8	-	-	-	-	-	12.322,7	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
2012	5.795,4	-	-	-	-	-	12.192,8	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013 III	5.430,6	-	-	-	-	-	11.868,7	96,6	3,4	1,7	0,1	0,9	0,4	
IV <sup>4)</sup>	5.250,5	-	-	-	-	-	11.732,3	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
<i>A no residentes en la zona euro</i>														
2011	2.022,7	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	998,9	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8	
2012	1.906,7	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	961,5	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9	
2013 III	1.807,6	41,7	58,3	36,6	2,4	3,6	959,7	40,3	59,7	38,6	2,6	2,6	9,1	
IV <sup>4)</sup>	1.787,8	42,7	57,3	36,7	2,2	3,3	937,5	40,2	59,8	38,4	2,5	2,6	9,5	
<b>Valores distintos de acciones</b>														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
2011	1.852,0	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	2.913,1	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4	
2012	1.851,3	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	3.050,3	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4	
2013 III	1.703,8	94,0	6,0	2,8	0,1	0,3	3.138,7	98,1	1,9	1,0	0,1	0,1	0,6	
IV <sup>4)</sup>	1.642,7	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	3.029,5	98,4	1,6	0,9	0,1	0,1	0,5	
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>														
2011	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	475,5	32,2	67,8	39,4	5,8	0,7	13,7	
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8	
2013 III	419,8	52,6	47,4	21,3	0,2	0,2	387,3	36,6	63,4	37,6	4,3	0,9	11,0	
IV <sup>4)</sup>	422,2	52,5	47,5	20,4	0,2	0,6	376,2	38,1	61,9	38,1	3,8	0,9	10,7	
<b>Depósitos</b>														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
2011	6.364,4	92,1	7,9	5,1	0,2	1,2	10.947,6	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4	
2012	6.159,1	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	11.036,4	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4	
2013 III	5.731,5	93,1	6,9	4,4	0,2	1,1	11.119,4	96,9	3,1	2,1	0,1	0,1	0,4	
IV <sup>4)</sup>	5.561,0	93,4	6,6	4,2	0,2	1,1	11.086,4	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4	
<i>De no residentes en la zona del euro</i>														
2011	2.175,0	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	978,6	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1	
2012	2.016,6	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	878,6	52,4	47,6	31,3	1,9	1,1	6,3	
2013 III	1.737,4	54,0	46,0	31,1	1,6	1,3	928,6	51,0	49,0	32,2	2,2	1,3	6,3	
IV <sup>4)</sup>	1.627,1	51,9	48,1	32,3	1,8	1,5	892,9	52,6	47,4	31,4	1,8	1,2	6,4	

**2. Valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro**

	Total monedas (saldo vivo)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2011	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2012	5.068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013 III	4.711,0	80,7	19,3	11,0	1,2	1,8	2,7
IV <sup>4)</sup>	4.582,8	81,0	19,0	10,8	1,2	1,8	2,6

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 3) En el caso de las no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a las IFM de la zona del euro.
- 4) Incluye las emisiones en cualquiera de las denominaciones nacionales del euro.

## 2.8 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro <sup>1)</sup>

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2013 Jun	7.592,6	524,1	3.045,5	2.095,2	1.018,5	249,0	660,4
Jul	7.713,8	531,2	3.062,9	2.169,5	1.048,1	251,3	650,8
Ago	7.661,5	529,6	3.053,9	2.140,2	1.045,1	251,7	641,0
Sep	7.777,2	515,4	3.095,3	2.228,6	1.064,4	251,4	621,9
Oct	7.935,2	530,2	3.116,3	2.303,3	1.099,2	251,3	634,8
Nov	7.979,4	520,2	3.130,3	2.335,6	1.107,0	252,8	633,5
Dic <sup>(p)</sup>	7.934,7	512,1	3.107,8	2.370,4	1.118,7	255,1	570,6
Operaciones							
2013 II	152,6	31,8	55,8	19,1	2,3	1,2	42,5
III	58,2	-8,6	57,0	28,2	28,8	2,4	-49,6
IV <sup>(p)</sup>	56,4	4,3	2,4	47,2	48,3	11,1	-56,9

### 2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro			
				Fondos de inversión	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2013 Jun	7.592,6	164,2	6.819,1	4.996,2	793,4	1.822,9	609,2
Jul	7.713,8	166,8	6.950,1	5.099,6	823,3	1.850,4	596,9
Ago	7.661,5	173,7	6.893,7	5.072,1	819,3	1.821,6	594,1
Sep	7.777,2	171,2	7.042,1	5.172,8	837,6	1.869,3	563,9
Oct	7.935,2	172,3	7.194,3	5.290,4	871,2	1.903,8	568,6
Nov	7.979,4	174,6	7.241,3	5.329,8	881,2	1.911,5	563,5
Dic <sup>(p)</sup>	7.934,7	167,4	7.256,1	5.343,3	887,8	1.912,8	511,2
Operaciones							
2013 II	152,6	9,3	97,3	98,0	-7,6	-0,7	46,0
III	58,2	4,0	100,8	88,5	28,4	12,2	-46,5
IV <sup>(p)</sup>	56,4	1,2	106,7	84,8	41,0	21,9	-51,4

### 3. Participaciones en fondos de inversión emitidas, por política de inversión y tipo de fondo

	Total	Fondos por política de inversión					Fondos por tipo de fondo		Pro memoria: Fondos del mercado monetario	
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable		Fondos de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2013 May	7.035,7	2.499,0	1.875,2	1.724,4	331,1	154,0	452,0	6.947,2	88,5	895,0
Jun	6.819,1	2.416,6	1.783,0	1.683,8	331,3	153,6	450,9	6.731,6	87,6	856,2
Jul	6.950,1	2.429,4	1.848,0	1.726,9	333,4	152,0	460,4	6.862,3	87,8	851,1
Ago	6.893,7	2.405,1	1.820,5	1.720,0	332,5	154,2	461,3	6.805,9	87,8	869,6
Sep	7.042,1	2.423,2	1.908,5	1.747,9	334,8	157,2	470,5	6.951,7	90,4	846,2
Oct	7.194,3	2.443,9	1.978,3	1.795,4	335,7	159,9	481,1	7.104,1	90,2	835,9
Nov	7.241,3	2.449,0	2.006,3	1.805,3	336,7	158,6	485,3	7.149,2	92,1	836,7
Dic <sup>(p)</sup>	7.256,1	2.468,7	2.042,0	1.804,5	342,0	155,1	443,8	7.161,7	94,5	819,3
Operaciones										
2013 Jun	-18,3	-24,5	-11,5	8,2	2,4	1,3	5,9	-18,6	0,3	-37,0
Jul	55,8	16,7	16,5	17,7	2,5	0,0	2,4	55,4	0,4	0,7
Ago	2,6	-5,2	-0,6	6,0	0,5	1,4	0,5	2,6	0,0	14,2
Sep	42,4	-2,1	21,3	14,8	0,8	3,7	3,9	40,4	2,0	-22,9
Oct	49,8	8,6	21,6	14,1	0,5	2,1	2,8	50,4	-0,5	-5,7
Nov	22,1	12,0	7,7	2,0	1,9	-3,5	2,0	20,6	1,5	-2,8
Dic <sup>(p)</sup>	34,7	-6,0	13,1	13,4	3,4	7,7	3,2	31,8	2,9	-14,7

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario (que figuran en la columna 10 del cuadro 3 de esta sección). Para más información, véanse las Notas Generales.

**2.9 Detalle de los valores mantenidos por los fondos de inversión<sup>1)</sup>, por emisor**

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

**1. Valores distintos de acciones**

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2013 I	3.069,6	1.632,9	407,3	752,8	245,2	8,2	219,3	1.436,6	332,6	563,4	16,0
II	3.045,5	1.649,4	404,2	770,9	247,9	8,4	218,0	1.396,1	324,9	551,1	15,2
III	3.095,3	1.686,9	394,5	798,5	257,5	9,0	227,5	1.408,4	343,5	548,7	14,9
IV <sup>(p)</sup>	3.107,8	1.708,3	390,5	807,5	264,6	10,4	235,4	1.399,4	344,7	547,3	13,7
<b>Operaciones</b>											
2013 II	55,8	28,9	-0,2	24,4	4,0	0,1	0,7	26,9	2,4	12,7	0,2
III	57,0	30,0	-11,6	24,0	8,6	0,5	8,5	27,0	20,3	2,7	-0,3
IV <sup>(p)</sup>	2,4	8,9	-6,1	2,4	5,5	1,0	6,1	-6,6	4,1	-6,5	-0,6

**2. Acciones y otras participaciones (distintas de participaciones en fondos de inversión y en fondos del mercado monetario)**

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2013 I	2.142,1	738,8	56,4	-	49,9	27,0	605,6	1.403,2	187,7	479,0	95,0
II	2.095,2	738,6	58,9	-	52,4	28,1	599,1	1.356,6	181,7	482,2	109,5
III	2.228,6	817,5	72,6	-	56,3	30,4	658,2	1.411,1	197,8	502,5	112,8
IV <sup>(p)</sup>	2.370,4	886,2	85,3	-	64,8	35,5	700,6	1.484,2	215,6	535,9	123,3
<b>Operaciones</b>											
2013 II	19,1	1,8	1,3	-	-0,3	0,2	0,6	17,3	0,7	6,3	13,8
III	28,2	12,8	1,3	-	0,2	0,6	10,7	15,4	3,3	12,2	0,9
IV <sup>(p)</sup>	47,2	21,7	3,8	-	5,7	1,6	10,7	25,5	8,7	1,1	10,0

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM <sup>2)</sup>	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2013 I	1.026,1	888,7	74,5	-	814,2	-	-	137,4	32,5	43,5	0,6
II	1.018,5	880,2	86,8	-	793,4	-	-	138,3	31,4	46,0	0,6
III	1.064,4	923,8	86,3	-	837,6	-	-	140,6	33,8	47,6	0,5
IV <sup>(p)</sup>	1.118,7	972,8	85,0	-	887,8	-	-	145,9	36,6	49,3	0,5
<b>Operaciones</b>											
2013 II	2,3	4,2	11,8	-	-7,6	-	-	-1,9	-0,8	-0,1	0,0
III	28,8	27,1	-1,3	-	28,4	-	-	1,7	1,5	1,3	0,0
IV <sup>(p)</sup>	48,3	40,8	-0,2	-	41,0	-	-	7,5	3,6	1,8	0,0

Fuente: BCE.

- Distintos de los fondos del mercado monetario. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Las participaciones en fondos de inversión (distintas de las participaciones en fondos del mercado monetario) son emitidas por otros intermediarios financieros. Las participaciones en fondos del mercado monetario son emitidas por IFM.

## 2.10 Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Préstamos titulizados							Valores distintos de acciones	Otros activos titulizados	Acciones y otras participaciones	Otros activos	
			Total	Originados en la zona del euro				Originados fuera de la zona del euro						
				IFM	Otros intermediarios financieros, empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Administraciones Públicas							
	1	2	3	4	No dados de baja del balance de las IFM <sup>1)</sup>	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>														
2012 IV	2.058,9	285,5	1.391,5	1.072,1	469,8	165,5	24,8	4,0	125,1	194,9	87,8	36,2	63,0	
2013 I	2.027,8	291,3	1.360,3	1.042,9	462,7	164,9	24,9	4,0	123,7	192,3	86,2	36,3	61,4	
II	1.994,4	275,7	1.342,6	1.034,7	456,5	163,3	23,2	3,6	117,9	192,9	88,3	34,5	60,3	
III	1.956,2	268,6	1.321,0	1.025,1	449,7	157,9	18,9	3,5	115,6	180,5	87,3	35,0	63,8	
IV	1.910,7	254,7	1.288,1	1.002,8	442,9	148,8	20,0	3,1	113,4	179,6	89,7	34,5	65,0	
<b>Operaciones</b>														
2012 IV	-37,9	-17,3	-16,9	-20,1	-	4,8	1,0	-0,4	-2,3	1,0	2,3	0,5	-7,6	
2013 I	-29,8	6,0	-30,6	-28,5	-	-0,7	0,3	0,0	-1,7	-0,3	-1,4	0,0	-3,5	
II	-33,2	-15,4	-16,9	-7,9	-	-1,6	-1,5	-0,4	-5,5	1,1	2,6	-1,7	-3,0	
III	-39,7	-6,5	-21,2	-10,6	-	-4,0	-4,2	0,0	-2,3	-12,8	-0,8	0,6	1,1	
IV	-47,6	-13,6	-33,5	-22,5	-	-9,2	0,8	-0,4	-2,1	-0,4	2,5	-0,2	-1,5	

### 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
<b>Saldos vivos</b>							
2012 IV	2.058,9	141,1	1.665,0	52,2	1.612,8	30,7	222,1
2013 I	2.027,8	142,1	1.627,6	54,3	1.573,2	30,8	227,4
II	1.994,4	129,7	1.611,1	53,7	1.557,4	29,0	224,6
III	1.956,2	124,8	1.576,8	53,8	1.523,0	28,5	226,1
IV	1.910,7	117,0	1.536,4	58,9	1.477,5	28,6	228,7
<b>Operaciones</b>							
2012 IV	-37,9	-5,2	-24,4	-0,3	-24,1	-0,6	-7,6
2013 I	-29,8	1,9	-34,9	2,1	-36,9	-0,4	3,5
II	-33,2	-12,2	-15,7	-0,7	-15,0	-1,6	-3,7
III	-39,7	-4,0	-35,3	0,1	-35,3	-0,7	0,3
IV	-47,6	-7,4	-40,5	5,1	-45,6	0,5	-0,3

### 3. Tenencias de préstamos titulizados originados en IFM de la zona del euro y de valores distintos de acciones

	Préstamos titulizados originados en IFM de la zona del euro						Valores distintos de acciones						
	Total	Sector prestatario de la zona del euro <sup>2)</sup>					Sector prestatario fuera de la zona del euro	Total	Residentes en la zona del euro				No residentes en la zona del euro
		Hogares	Sociedades no financieras	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas			Total	IFM	No IFM		
												Sociedades instrumentales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2012 IV	1.072,1	772,1	234,8	17,3	0,2	5,4	31,3	194,9	113,8	33,8	80,0	30,8	81,1
2013 I	1.042,9	751,8	231,6	15,0	0,2	5,4	28,8	192,3	111,5	32,6	78,9	31,4	80,8
II	1.034,7	759,7	226,2	15,0	0,2	5,1	28,6	192,9	114,3	34,6	79,6	31,4	78,6
III	1.025,1	758,5	215,8	15,1	0,2	5,5	30,1	180,5	109,7	30,8	78,9	30,0	70,9
IV	1.002,8	745,1	204,8	15,4	0,2	5,4	31,9	179,6	108,6	31,1	77,5	32,3	71,1
<b>Operaciones</b>													
2012 IV	-20,1	-16,6	-2,5	0,5	0,0	-0,1	0,3	1,0	4,1	-0,3	4,4	1,8	-3,1
2013 I	-28,5	-20,1	-3,2	-2,3	0,0	0,0	-1,9	-0,3	-1,3	-1,1	-0,3	-0,4	1,1
II	-7,9	7,7	-5,3	0,2	0,0	-0,3	-0,1	1,1	3,0	2,2	0,8	-0,1	-1,9
III	-10,6	-1,5	-9,5	0,1	0,0	0,5	-0,2	-12,8	-4,9	-4,0	-0,9	-1,4	-7,9
IV	-22,5	-13,4	-10,8	0,3	0,0	-0,1	1,5	-0,4	-1,1	0,4	-1,5	1,5	0,7

Fuente: BCE.

- 1) Préstamos (a instituciones distintas de IFM) titulizados por sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización que se mantienen en el balance de la IFM correspondiente, es decir, que no han sido dados de baja. Los préstamos se dan o no de baja del balance de las IFM dependiendo de las normas contables aplicadas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Excluye las titulaciones de préstamos entre IFM.

**2.11 Balance agregado de las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro**

(mm de euros; saldos vivos a fin de período)

**1. Activo**

	Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Reservas para primas y para siniestros	Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros	Activos no financieros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2010 IV	7.036,2	768,3	453,4	2.674,6	826,0	1.611,9	76,9	253,7	222,2	149,1
2011 I	7.139,7	769,6	456,4	2.735,7	844,0	1.621,5	76,6	261,8	223,6	150,5
II	7.155,2	772,7	464,0	2.747,0	842,6	1.623,7	79,8	254,2	222,3	148,9
III	7.154,3	789,6	463,0	2.772,4	788,3	1.580,8	87,6	255,6	268,7	148,4
IV	7.164,4	782,4	472,6	2.731,2	793,9	1.615,7	91,3	253,6	273,6	150,0
2012 I	7.452,0	794,4	469,9	2.876,7	807,2	1.710,1	102,3	258,2	283,2	150,0
II	7.481,2	783,6	469,6	2.890,2	802,3	1.712,6	106,4	261,4	304,4	150,8
III	7.695,7	783,5	478,8	3.006,9	822,4	1.786,7	108,5	263,1	295,0	151,0
IV	7.780,5	786,6	477,9	3.053,0	819,5	1.825,2	109,7	261,8	293,7	153,1
2013 I	7.905,9	794,0	476,1	3.081,9	836,3	1.900,6	114,3	265,2	284,0	153,5
II	7.844,0	773,3	474,6	3.071,5	833,5	1.894,0	98,9	264,4	278,2	155,6
III <sup>(p)</sup>	7.942,9	763,4	477,4	3.110,1	851,4	1.954,6	96,7	264,6	268,2	156,5

**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	8
2010 IV	2.674,6	2.250,8	599,4	1.243,5	234,3	17,6	156,1	423,8
2011 I	2.735,7	2.318,6	625,2	1.286,3	236,2	17,2	153,7	417,1
II	2.747,0	2.329,9	630,6	1.289,9	235,4	16,8	157,5	417,2
III	2.772,4	2.352,8	637,0	1.312,3	227,7	16,9	159,0	419,5
IV	2.731,2	2.307,5	635,4	1.267,3	223,9	16,5	164,3	423,7
2012 I	2.876,7	2.427,1	670,3	1.325,0	235,9	17,1	178,7	449,6
II	2.890,2	2.423,3	675,6	1.309,3	238,4	17,0	183,0	466,9
III	3.006,9	2.514,7	707,7	1.348,6	246,0	17,4	195,0	492,3
IV	3.053,0	2.549,2	693,1	1.386,8	251,7	18,1	199,5	503,8
2013 I	3.081,9	2.587,2	716,9	1.389,9	255,3	17,5	207,5	494,7
II	3.071,5	2.566,9	684,1	1.403,5	255,4	17,5	206,4	504,6
III <sup>(p)</sup>	3.110,1	2.601,2	684,0	1.436,0	256,6	17,9	206,8	508,9

**3. Pasivo y patrimonio neto**

	Pasivo								Patrimonio neto	
	Total	Préstamos recibidos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Reservas técnicas de seguro					Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros
					Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida	Participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y para siniestros		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2010 IV	6.871,5	250,3	40,3	451,5	5.960,7	3.260,4	1.889,6	810,7	168,7	164,6
2011 I	6.920,9	263,0	39,9	465,9	5.976,5	3.287,3	1.859,9	829,4	175,5	218,8
II	6.944,4	262,8	42,4	454,7	6.008,1	3.309,4	1.872,0	826,7	176,4	210,9
III	7.052,2	270,0	41,6	410,1	6.140,8	3.292,5	2.023,9	824,5	189,7	102,1
IV	7.071,7	263,8	41,3	408,8	6.169,8	3.305,1	2.047,1	817,6	188,0	92,7
2012 I	7.229,4	272,1	44,4	439,1	6.282,8	3.342,5	2.103,0	837,2	191,0	222,6
II	7.300,4	281,3	43,3	421,2	6.349,5	3.344,6	2.169,4	835,5	205,1	180,9
III	7.373,6	292,7	44,9	452,7	6.387,7	3.390,6	2.163,4	833,6	195,6	322,1
IV	7.472,6	267,0	48,8	482,6	6.454,0	3.425,8	2.201,8	826,4	220,2	307,9
2013 I	7.566,8	279,9	48,0	497,8	6.526,5	3.462,7	2.216,1	847,6	214,5	339,2
II	7.607,2	280,1	45,4	506,7	6.551,9	3.467,1	2.240,2	844,6	223,1	236,8
III <sup>(p)</sup>	7.635,0	278,9	45,2	524,0	6.569,6	3.509,6	2.217,5	842,5	217,3	307,9

Fuente: BCE.



## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2013 III</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						644
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						-64
<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	1.136	116	726	56	238	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	30	9	14	3	4	
Consumo de capital fijo	383	102	218	11	52	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	592	287	271	33	0	
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta						7
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Rentas de la propiedad	601	31	240	262	68	104
Intereses	318	29	53	168	68	44
Otras rentas de la propiedad	283	3	187	94	0	60
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	2.013	1.621	121	45	225	
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	292	233	49	10	0	2
Cotizaciones sociales	441	441				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	480	1	18	35	427	1
Otras transferencias corrientes	195	70	25	48	53	11
Primas netas de seguros no vida	45	34	9	1	1	2
Indemnizaciones de seguros no vida	46			46		1
Otras	104	35	15	1	52	8
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	1.983	1.441	61	49	431	
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.884	1.386			498	
Gasto en consumo individual	1.697	1.386			311	
Gasto en consumo colectivo	186				186	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15	0	1	14	0	0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	99	70	60	36	-67	-42
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	440	140	239	9	52	
Formación bruta de capital fijo	426	138	227	10	52	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	14	2	12	0	0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-1	0	0	1	0
Transferencias de capital	39	11	1	1	26	6
Impuestos sobre el capital	9	8	0	0	0	0
Otras transferencias de capital	30	3	1	1	26	6
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	46	30	53	45	-81	-46
Discrepancia estadística	0	-8	8	0	0	0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más información sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2013 III</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios						580
<i>Balanza comercial</i>						
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.141	514	1.230	104	293	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	247					
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.388					
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	592	287	271	33	0	
Remuneración de los asalariados	1.140	1.140				4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	276				276	1
Rentas de la propiedad	607	225	90	274	17	98
Intereses	308	50	32	217	9	54
Otras rentas de la propiedad	299	176	58	57	8	45
<i>Renta nacional neta</i>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta	2.013	1.621	121	45	225	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	293				293	1
Cotizaciones sociales	440	1	18	49	371	2
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	478	478				3
Otras transferencias corrientes	166	85	13	47	22	40
Primas netas de seguros no vida	46			46		1
Indemnizaciones de seguros no vida	44	36	7	1	0	2
Otras	77	50	6	0	21	36
<i>Renta disponible neta</i>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta	1.983	1.441	61	49	431	
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	15	15				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	99	70	60	36	-67	-42
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	383	102	218	11	52	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	43	8	15	8	13	2
Impuestos sobre el capital	9				9	0
Otras transferencias de capital	34	8	15	8	4	2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscrpencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (es decir, impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2013 III</b>								
<b>Balance al principio del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		19.963	17.404	33.119	18.097	7.529	4.508	18.788
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				367				
Efectivo y depósitos		7.141	2.023	10.065	2.433	796	858	3.198
Valores distintos de acciones a corto plazo		40	65	506	431	57	32	651
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.288	258	6.375	3.139	3.023	439	4.363
Préstamos		86	3.120	13.118	4.523	485	873	2.797
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		65	1.986	10.193	3.368	363	766	.
Acciones y otras participaciones		4.572	8.098	1.843	7.137	2.761	1.514	6.956
Acciones cotizadas		759	1.098	371	2.199	409	228	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.411	6.649	1.199	3.807	432	1.106	.
Participaciones en fondos de inversión		1.402	350	273	1.130	1.920	179	.
Reservas técnicas de seguro		6.338	185	3	0	244	4	259
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		497	3.656	842	434	163	789	565
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
Total de operaciones de activos financieros		24	124	-571	-104	48	-126	-70
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos		1	52	-299	-121	-6	-79	-140
Valores distintos de acciones a corto plazo		-1	-2	-25	-18	-2	-4	35
Valores distintos de acciones a largo plazo		-17	3	-113	46	21	-3	-13
Préstamos		1	28	-112	-68	1	-4	-38
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		1	47	-26	-59	5	16	.
Acciones y otras participaciones		-3	43	16	61	39	-8	49
Acciones cotizadas		-23	-2	33	33	4	3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		18	49	-24	-9	2	-11	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones		1	-3	7	37	34	1	.
Reservas técnicas de seguro		39	-1	0	0	0	0	7
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		5	-1	-38	-5	-6	-30	30
<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		167	353	57	-15	54	47	-20
Oro monetario y DEG				24				
Efectivo y depósitos		-2	-8	84	-81	0	-1	-15
Valores distintos de acciones a corto plazo		0	0	0	3	0	0	-11
Valores distintos de acciones a largo plazo		-14	1	-13	-16	-4	-1	-48
Préstamos		0	-10	-123	-30	0	1	-28
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	-7	-27	-2	0	1	.
Acciones y otras participaciones		173	402	62	109	59	45	95
Acciones cotizadas		95	122	22	116	12	29	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		43	275	37	-28	3	12	.
Participaciones en fondos de inversión		35	5	3	22	45	4	.
Reservas técnicas de seguro		23	0	0	0	0	0	-2
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-12	-33	22	1	-1	2	-11
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		20.154	17.881	32.605	17.979	7.631	4.428	18.697
Oro monetario y DEG				391				
Efectivo y depósitos		7.140	2.068	9.851	2.231	791	778	3.043
Valores distintos de acciones a corto plazo		39	63	481	416	55	28	675
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.257	262	6.249	3.169	3.040	436	4.301
Préstamos		87	3.139	12.883	4.425	487	869	2.731
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		66	2.027	10.140	3.307	367	783	.
Acciones y otras participaciones		4.741	8.543	1.921	7.307	2.859	1.551	7.100
Acciones cotizadas		831	1.218	425	2.348	424	261	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.472	6.973	1.212	3.770	437	1.106	.
Participaciones en fondos de inversión		1.438	352	283	1.189	1.998	184	.
Reservas técnicas de seguro		6.400	184	3	0	243	4	263
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		490	3.622	826	430	157	761	584
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis-traciones Públicas	Resto del mundo
<b>Balance al principio del período, pasivos</b>								
Pasivos totales		6.864	27.286	32.190	17.776	7.593	10.884	16.448
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			33	23.531	35	0	276	2.640
Valores distintos de acciones a corto plazo			90	602	125	2	676	285
Valores distintos de acciones a largo plazo			971	4.403	3.310	49	6.971	3.180
Préstamos		6.159	8.536		4.350	305	2.281	3.372
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.809	6.242		2.540	111	2.001	.
Acciones y otras participaciones		8	13.832	2.495	9.713	498	4	6.330
Acciones cotizadas			3.853	407	259	140	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		8	9.979	1.231	2.786	357	4	.
Participaciones en fondos de inversión				856	6.668			.
Reservas técnicas de seguro		36	351	65	1	6.578	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		661	3.472	1.094	242	161	674	642
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.972	13.099	-9.881	929	322	-64	-6.376	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
Total de operaciones de pasivos		2	63	-604	-107	39	-45	-24
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	-496	-1	0	5	-100
Valores distintos de acciones a corto plazo			0	-16	-5	0	2	4
Valores distintos de acciones a largo plazo			32	-84	-9	0	-33	18
Préstamos		3	-16		-131	-6	-3	-39
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		10	31		-61	-2	20	.
Acciones y otras participaciones		0	39	-13	81	0	0	92
Acciones cotizadas			4	2	1	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	35	-8	-16	0	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-7	96			.
Reservas técnicas de seguro		0	1	0	0	43	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-1	7	7	-42	2	-17	1
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	46	22	61	33	3	9	-81	-46
<b>Cuenta de otras variaciones de pasivos</b>								
Total de otras variaciones de pasivos		-2	700	72	32	36	-111	-107
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	-11	0	0	0	-12
Valores distintos de acciones a corto plazo			0	-3	-1	0	0	-4
Valores distintos de acciones a largo plazo			1	-27	-12	0	-34	-23
Préstamos		-4	-18		-133	0	-1	-33
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-4	-10		-7	0	-1	.
Acciones y otras participaciones		0	708	124	138	14	0	-41
Acciones cotizadas			342	83	26	8	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	366	44	-12	7	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-3	124			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	20	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		1	9	-11	39	1	-76	6
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-63	170	-347	-15	-47	18	158	87
<b>Balance al final del período, pasivos</b>								
Total activos financieros		6.864	28.049	31.659	17.701	7.669	10.727	16.317
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			33	23.024	35	0	282	2.529
Valores distintos de acciones a corto plazo			90	583	119	2	678	285
Valores distintos de acciones a largo plazo			1.004	4.292	3.290	50	6.904	3.175
Préstamos		6.158	8.501		4.086	299	2.278	3.299
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.815	6.263		2.472	108	2.019	.
Acciones y otras participaciones		8	14.579	2.605	9.932	512	4	6.381
Acciones cotizadas			4.199	493	285	148	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		8	10.380	1.266	2.758	363	4	.
Participaciones en fondos de inversión				846	6.889			.
Reservas técnicas de seguro		37	352	65	1	6.642	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		661	3.488	1.090	239	164	581	648
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.990	13.290	-10.167	946	278	-37	-6.299	

Fuente: BCE.

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

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2009	2010	2011	2011 IV- 2012 III	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.449	4.510	4.622	4.666	4.671	4.677	4.683	4.690
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	85	82	95	116	124	124	125	124
Consumo de capital fijo	1.388	1.419	1.462	1.488	1.497	1.504	1.511	1.519
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	2.097	2.198	2.256	2.208	2.186	2.174	2.176	2.191
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Rentas de la propiedad	2.959	2.798	3.007	2.944	2.870	2.816	2.766	2.734
Intereses	1.593	1.381	1.546	1.513	1.461	1.409	1.363	1.326
Otras rentas de la propiedad	1.366	1.417	1.461	1.431	1.409	1.407	1.403	1.408
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	7.550	7.765	7.978	8.013	8.027	8.026	8.038	8.060
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.029	1.057	1.115	1.154	1.172	1.180	1.198	1.210
Cotizaciones sociales	1.677	1.703	1.751	1.777	1.787	1.794	1.800	1.807
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.769	1.814	1.841	1.874	1.884	1.895	1.907	1.919
Otras transferencias corrientes	772	774	779	789	788	791	796	804
Primas netas de seguros no vida	181	181	182	184	184	183	184	184
Derechos de seguros no vida	182	182	183	186	186	186	186	186
Otras	409	411	414	418	418	422	427	434
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	7.442	7.655	7.871	7.902	7.918	7.913	7.922	7.938
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	7.152	7.315	7.477	7.517	7.520	7.522	7.535	7.555
Gasto en consumo individual	6.383	6.543	6.703	6.741	6.746	6.747	6.759	6.778
Gasto en consumo colectivo	769	772	774	776	774	775	775	776
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	62	57	58	58	58	58	59	60
<i>Ahorro neto</i> <sup>1)</sup>	290	340	394	385	398	392	387	384
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.703	1.779	1.873	1.793	1.774	1.742	1.725	1.724
Formación bruta de capital fijo	1.753	1.760	1.817	1.783	1.765	1.736	1.723	1.716
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-50	19	56	11	9	6	2	8
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	1	1	0	10	9	3	1	2
Transferencias de capital	183	221	174	182	193	200	210	205
Impuestos sobre el capital	34	25	31	29	26	27	29	31
Otras transferencias de capital	149	196	142	153	168	174	180	175
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	-18	-12	-10	80	123	162	186	192

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más información sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2009	2010	2011	2011 IV- 2012 III	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)	8.019	8.208	8.434	8.478	8.478	8.478	8.496	8.525
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	894	942	973	974	978	976	981	987
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	8.913	9.150	9.408	9.452	9.456	9.454	9.477	9.512
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	2.097	2.198	2.256	2.208	2.186	2.174	2.176	2.191
Remuneración de los asalariados	4.459	4.521	4.634	4.679	4.684	4.691	4.697	4.706
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	996	1.037	1.079	1.100	1.112	1.111	1.118	1.122
Rentas de la propiedad	2.955	2.807	3.018	2.971	2.914	2.867	2.813	2.776
Intereses	1.554	1.333	1.490	1.469	1.425	1.375	1.329	1.290
Otras rentas de la propiedad	1.401	1.474	1.527	1.501	1.488	1.491	1.484	1.486
<i>Renta nacional neta</i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta	7.550	7.765	7.978	8.013	8.027	8.026	8.038	8.060
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.034	1.060	1.121	1.160	1.178	1.185	1.204	1.216
Cotizaciones sociales	1.675	1.703	1.752	1.775	1.784	1.791	1.797	1.804
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.762	1.807	1.835	1.868	1.878	1.889	1.901	1.913
Otras transferencias corrientes	668	667	672	680	682	682	683	685
Primas netas de seguros no vida	182	182	183	186	186	186	186	186
Derechos de seguros no vida	178	176	177	179	179	178	179	179
Otras	307	309	312	314	317	318	319	320
<i>Renta disponible neta</i>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta	7.442	7.655	7.871	7.902	7.918	7.913	7.922	7.938
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	62	57	58	58	58	58	59	60
<i>Ahorro neto</i>								
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto	290	340	394	385	398	392	387	384
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.388	1.419	1.462	1.488	1.497	1.504	1.511	1.519
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	192	230	180	191	205	212	223	220
Impuestos sobre el capital	34	25	31	29	26	27	29	31
Otras transferencias de capital	158	205	149	162	179	185	194	189
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (es decir, impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

### 3.3 Hogares

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2009	2010	2011	2011 IV- 2012 III	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	4.459	4.521	4.634	4.679	4.684	4.691	4.697	4.706
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.440	1.449	1.491	1.495	1.495	1.498	1.503	1.511
Intereses, recursos (+)	233	201	227	228	222	216	211	206
Intereses, empleos (-)	148	124	147	139	131	125	120	117
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	728	721	750	749	744	738	732	737
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	843	850	884	920	934	941	952	959
Cotizaciones sociales netas (-)	1.672	1.698	1.746	1.772	1.782	1.789	1.795	1.802
Prestaciones sociales netas (+)	1.757	1.802	1.829	1.862	1.872	1.884	1.895	1.907
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	71	71	70	68	71	74	75	74
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>6.017</b>	<b>6.082</b>	<b>6.214</b>	<b>6.240</b>	<b>6.233</b>	<b>6.235</b>	<b>6.236</b>	<b>6.253</b>
Gasto en consumo final (-)	5.157	5.291	5.441	5.469	5.474	5.470	5.478	5.491
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	62	56	58	58	58	58	58	60
<b>= Ahorro bruto</b>	<b>922</b>	<b>847</b>	<b>831</b>	<b>829</b>	<b>816</b>	<b>823</b>	<b>817</b>	<b>822</b>
Consumo de capital fijo (-)	379	386	395	400	402	403	404	405
Transferencias netas de capital, recursos (+)	9	12	2	0	1	0	0	-1
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	-334	550	-218	-336	-189	-568	-400	-162
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>218</b>	<b>1.023</b>	<b>220</b>	<b>93</b>	<b>227</b>	<b>-147</b>	<b>13</b>	<b>253</b>
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	555	558	573	561	555	549	543	542
Consumo de capital fijo (-)	379	386	395	400	402	403	404	405
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	2	40	124	173	192	172	167	135
Efectivo y depósitos	121	118	118	176	225	226	215	186
Participaciones en fondos del mercado monetario	-45	-59	-23	-27	-31	-39	-30	-26
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	-74	-19	29	25	-2	-15	-18	-25
Activos a largo plazo	482	420	237	192	143	173	166	199
Depósitos	82	58	55	29	12	7	7	23
Valores distintos de acciones	2	3	69	-4	-89	-124	-120	-121
Acciones y otras participaciones	169	111	-2	59	90	142	123	131
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	120	103	46	66	55	66	38	41
Participaciones en fondos de inversión	49	8	-48	-7	35	76	85	90
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	230	248	115	108	129	147	156	166
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	107	114	88	19	14	0	-11	-1
de los cuales: de IFM de la zona del euro	65	147	81	1	25	21	1	7
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	-624	462	155	-897	-817	-1.050	-952	-609
Activos financieros	285	141	-386	504	577	405	484	412
Acciones y otras participaciones	82	49	-318	317	337	264	341	349
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	191	120	15	181	179	160	119	76
Otros flujos netos (+)	4	-99	0	-21	-8	6	-2	-21
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>218</b>	<b>1.023</b>	<b>220</b>	<b>93</b>	<b>227</b>	<b>-147</b>	<b>13</b>	<b>253</b>
<b>Balance</b>								
Activos no financieros (+)	29.652	30.286	30.618	30.186	29.955	29.505	29.551	29.713
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	5.771	5.814	5.952	6.036	6.125	6.137	6.178	6.156
Efectivo y depósitos	5.474	5.597	5.728	5.836	5.950	5.979	6.029	6.016
Participaciones en fondos del mercado monetario	242	184	166	136	121	112	109	101
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	54	33	58	63	54	46	40	39
Activos a largo plazo	11.584	12.121	11.966	12.469	12.705	12.899	12.883	13.103
Depósitos	970	1.027	1.082	1.098	1.096	1.103	1.113	1.124
Valores distintos de acciones	1.453	1.406	1.391	1.380	1.365	1.303	1.288	1.257
Acciones y otras participaciones	4.040	4.199	3.875	4.151	4.316	4.472	4.463	4.640
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	2.931	3.012	2.798	2.966	3.094	3.189	3.170	3.303
Participaciones en fondos de inversión	1.110	1.187	1.077	1.184	1.222	1.284	1.293	1.337
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	5.121	5.489	5.619	5.840	5.928	6.021	6.020	6.082
Otros activos netos (+)	261	244	237	242	206	192	197	189
Pasivos (-)								
Préstamos	5.932	6.107	6.196	6.184	6.185	6.159	6.159	6.158
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.968	5.213	5.281	5.283	5.290	5.279	5.282	5.276
<b>= Patrimonio neto</b>	<b>41.335</b>	<b>42.358</b>	<b>42.578</b>	<b>42.750</b>	<b>42.805</b>	<b>42.574</b>	<b>42.650</b>	<b>43.003</b>

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

**3.4 Sociedades no financieras**

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2009	2010	2011	2011 IV- 2012 III	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.520	4.662	4.824	4.848	4.846	4.840	4.849	4.866
Remuneración de los asalariados (-)	2.790	2.834	2.932	2.969	2.977	2.979	2.984	2.990
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	40	33	42	48	50	50	51	51
= <b>Excedente bruto de explotación (+)</b>	1.689	1.795	1.851	1.830	1.819	1.811	1.814	1.825
Consumo de capital fijo (-)	782	800	827	844	849	854	858	863
= <b>Excedente neto de explotación (+)</b>	907	995	1.024	987	970	957	955	962
Rentas de la propiedad, recursos (+)	534	550	556	561	550	549	537	529
Intereses, recursos	171	158	164	156	149	143	138	134
Otras rentas de la propiedad, recursos	363	391	392	404	401	406	399	395
Intereses y otras rentas, empleos (-)	296	257	287	280	270	259	249	240
= <b>Renta empresarial neta (+)</b>	1.145	1.288	1.294	1.268	1.250	1.247	1.243	1.250
Renta distribuida (-)	926	920	969	967	951	944	937	941
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	151	169	192	196	201	200	206	208
Cotizaciones sociales, recursos (+)	71	69	74	74	74	74	74	74
Prestaciones sociales, empleos (-)	68	69	70	70	70	70	70	70
Otras transferencias netas (-)	47	44	48	49	49	49	50	51
= <b>Ahorro neto</b>	24	155	89	59	53	58	53	53
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	65	146	210	152	130	98	84	80
Formación bruta de capital fijo (+)	899	927	982	972	963	943	938	933
Consumo de capital fijo (-)	782	800	827	844	849	854	858	863
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	-52	19	54	24	17	9	5	11
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	95	34	-27	27	60	46	40	54
Efectivo y depósitos	88	67	6	38	74	81	84	94
Participaciones en fondos del mercado monetario	39	-32	-46	-18	-10	-8	-18	-15
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	-31	-1	12	6	-5	-28	-27	-25
Activos a largo plazo	148	425	487	311	197	174	72	107
Depósitos	-1	20	68	13	12	-18	-9	8
Valores distintos de acciones	24	8	-20	-11	0	1	-3	-8
Acciones y otras participaciones	101	250	289	187	115	149	96	118
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	24	147	150	123	70	43	-11	-12
Otros activos netos (+)	78	24	-27	12	44	68	98	51
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	25	178	253	185	126	110	39	9
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	-108	-16	96	-87	-135	-123	-154	-145
de la cual: valores distintos de acciones	90	66	49	109	119	105	91	89
Acciones y otras participaciones	253	230	235	189	183	145	129	159
Acciones cotizadas	64	31	27	16	27	11	21	20
Acciones no cotizadas y otras participaciones	189	199	209	174	156	135	108	139
Transferencias netas de capital, recursos (-)	81	64	66	65	65	68	68	65
= <b>Ahorro neto</b>	24	155	89	59	53	58	53	53
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.936	1.961	1.934	1.933	1.990	1.955	1.943	1.972
Efectivo y depósitos	1.632	1.695	1.705	1.715	1.776	1.759	1.768	1.800
Participaciones en fondos del mercado monetario	213	182	134	128	128	125	111	109
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	90	84	95	89	86	71	65	63
Activos a largo plazo	10.235	10.721	10.742	11.383	11.502	11.784	11.621	12.103
Depósitos	159	169	224	271	276	264	255	268
Valores distintos de acciones	238	254	244	263	264	263	258	262
Acciones y otras participaciones	7.092	7.405	7.202	7.693	7.846	8.135	7.987	8.434
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.746	2.893	3.071	3.156	3.117	3.122	3.120	3.139
Otros activos netos (+)	411	303	368	334	315	396	401	351
Pasivos								
Deuda	9.465	9.728	9.902	10.063	9.999	9.990	9.948	9.948
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	4.700	4.675	4.717	4.631	4.502	4.476	4.435	4.388
de la cual: valores distintos de acciones	814	881	885	1.021	1.044	1.065	1.061	1.094
Acciones y otras participaciones	12.625	13.169	12.482	13.130	13.561	13.964	13.832	14.579
Acciones cotizadas	3.506	3.802	3.284	3.553	3.747	3.891	3.853	4.199
Acciones no cotizadas y otras participaciones	9.120	9.368	9.198	9.578	9.814	10.073	9.979	10.380

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

### 3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2009	2010	2011	2011 IV- 2012 III	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III
<b>Cuenta financiera, operaciones financieras</b>								
<b>Inversión financiera: principales partidas (+)</b>								
Activos a corto plazo	-42	-6	54	51	43	19	-18	-39
Efectivo y depósitos	-33	-9	14	3	15	11	8	3
Participaciones en fondos del mercado monetario	5	-8	16	36	32	9	-12	-20
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	-14	11	24	12	-5	-2	-14	-22
Activos a largo plazo	294	288	134	111	185	176	216	246
Depósitos	15	-4	9	-16	-17	-19	-16	-18
Valores distintos de acciones	105	183	45	79	137	96	115	113
Préstamos	8	32	12	15	8	12	11	2
Acciones cotizadas	-50	-2	-12	-17	-5	2	0	10
Acciones no cotizadas y otras participaciones	-15	11	13	1	-2	-1	0	4
Participaciones en fondos de inversión	230	68	67	49	63	86	106	134
Otros activos netos (+)	17	9	-35	-3	-39	-20	-23	-26
<b>Financiación: principales partidas (-)</b>								
Valores distintos de acciones	5	1	3	2	7	5	3	3
Préstamos	-4	7	11	9	-15	0	-7	-23
Acciones y otras participaciones	5	6	4	2	0	2	2	1
Reservas técnicas de seguro	246	280	115	127	151	167	175	186
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	240	261	110	118	139	154	164	172
Reservas para primas y para siniestros	6	19	5	8	13	13	11	14
<b>= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</b>	16	-3	20	18	45	0	2	14
<b>Cuenta de otras variaciones</b>								
<b>Otras variaciones de activos financieros (+)</b>								
Acciones y otras participaciones	199	117	-105	218	197	148	133	97
Otros activos netos	34	-1	23	161	229	115	68	-31
<b>Otras variaciones de pasivos (-)</b>								
Acciones y otras participaciones	13	-1	-47	40	71	55	83	68
Reservas técnicas de seguro	169	136	16	190	187	164	119	73
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	197	125	19	187	185	161	118	72
Reservas para primas y para siniestros	-28	11	-3	2	2	2	1	1
<b>= Otras variaciones del patrimonio financiero neto</b>	52	-19	-51	149	167	44	-1	-75
<b>Balance financiero</b>								
<b>Activos financieros (+)</b>								
Activos a corto plazo	331	329	371	400	406	411	364	355
Efectivo y depósitos	195	190	193	200	209	218	201	201
Participaciones en fondos del mercado monetario	95	88	102	123	125	125	107	99
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	41	51	76	77	72	67	57	55
Activos a largo plazo	5.649	6.039	6.044	6.542	6.636	6.761	6.757	6.877
Depósitos	612	605	611	604	594	594	595	590
Valores distintos de acciones	2.468	2.638	2.661	2.941	2.999	3.021	3.023	3.040
Préstamos	434	467	479	487	488	488	485	487
Acciones cotizadas	397	421	375	388	403	412	409	424
Acciones no cotizadas y otras participaciones	412	415	420	438	429	432	432	437
Participaciones en fondos de inversión	1.327	1.492	1.498	1.684	1.723	1.815	1.813	1.899
Otros activos netos (+)	225	249	271	276	260	257	246	236
<b>Pasivos (-)</b>								
Valores distintos de acciones	42	43	46	49	55	55	52	52
Préstamos	285	297	305	319	289	306	305	299
Acciones y otras participaciones	439	444	401	444	472	490	498	512
Reservas técnicas de seguro	5.582	5.999	6.130	6.383	6.469	6.581	6.578	6.642
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.798	5.185	5.315	5.549	5.638	5.733	5.730	5.793
Reservas para primas y para siniestros	784	814	816	834	830	848	848	849
<b>= Riqueza financiera neta</b>	-143	-165	-196	23	17	-3	-64	-37

Fuente: BCE.

1) Valores hasta dos años emitidos por IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.



## MERCADOS FINANCIEROS

### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanual	Desestacionalizadas <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas 11	Tasas crec. de 6 meses 12	
	Total											
2012 Dic	16.990,7	631,7	-117,6	14.695,5	591,9	-120,6	16.567,5	673,8	-137,6	1,6	-35,2	0,2
2013 Ene	16.981,2	812,7	-9,1	14.695,4	768,4	0,2	16.547,3	898,3	9,5	1,1	-13,4	-0,5
Feb	16.990,7	706,7	-5,2	14.714,4	666,4	4,1	16.619,1	812,3	38,8	0,4	-20,7	-0,7
Mar	16.921,2	685,5	-67,0	14.689,7	634,9	-22,1	16.616,3	767,1	-17,9	-0,2	-14,3	-1,1
Abr	16.914,5	757,4	-6,4	14.677,1	708,8	-12,3	16.595,0	846,8	-5,5	-0,2	-11,3	-1,4
May	16.984,1	709,9	70,7	14.752,1	664,0	76,2	16.685,7	802,9	94,9	0,0	15,7	-1,0
Jun	16.920,7	600,1	-62,9	14.699,9	557,5	-51,8	16.618,1	674,5	-61,9	-0,3	-23,4	-0,8
Jul	16.854,7	639,5	-65,8	14.628,4	590,8	-70,9	16.528,7	725,4	-78,0	-0,9	-55,4	-1,3
Ago	16.829,8	515,4	-25,0	14.601,9	481,8	-26,7	16.512,5	593,8	-19,1	-0,8	16,2	-0,9
Sep	16.841,1	605,0	11,8	14.596,4	554,4	-5,1	16.501,3	665,3	-4,1	-0,6	42,2	-0,2
Oct	16.848,4	641,3	8,3	14.590,7	571,2	-4,5	16.476,6	707,4	-14,3	-0,9	-29,9	-0,4
Nov	16.963,3	597,2	115,2	14.676,9	538,4	86,5	16.566,6	669,3	89,1	-0,6	22,9	-0,3
Dic	16.817,8	510,8	-155,4	14.533,9	472,6	-152,8	16.385,7	569,1	-182,6	-0,9	-81,6	-1,0
	A largo plazo											
2012 Dic	15.652,9	197,3	-64,9	13.438,2	173,3	-67,0	15.079,5	193,3	-78,5	2,5	-22,6	1,6
2013 Ene	15.647,9	253,3	-4,6	13.438,2	227,0	0,4	15.049,5	259,9	-3,1	2,2	5,8	1,3
Feb	15.650,2	230,2	-7,4	13.446,4	204,8	-1,7	15.099,3	244,8	23,6	1,3	-32,7	0,6
Mar	15.592,2	246,8	-55,3	13.443,4	216,5	-0,1	15.114,4	249,9	2,9	0,9	8,4	-0,1
Abr	15.588,7	247,6	-3,1	13.428,9	217,0	-14,1	15.098,5	248,8	-1,8	0,8	-8,5	-0,6
May	15.658,4	254,4	70,9	13.504,9	223,2	77,2	15.184,9	260,8	90,8	1,0	22,9	-0,4
Jun	15.637,2	208,0	-20,6	13.498,0	181,5	-6,3	15.163,0	201,1	-17,0	0,7	-9,9	-0,2
Jul	15.565,9	204,7	-71,3	13.414,1	173,2	-83,6	15.061,5	195,3	-92,5	0,1	-53,0	-1,0
Ago	15.558,6	117,1	-7,4	13.403,4	97,4	-10,9	15.057,7	112,5	-7,6	0,2	35,1	-0,1
Sep	15.576,6	223,1	18,4	13.410,6	190,1	7,6	15.065,6	216,2	16,5	0,2	57,2	0,6
Oct	15.609,5	248,8	33,0	13.424,4	198,9	14,0	15.068,3	231,1	11,0	0,0	-0,6	0,7
Nov	15.730,5	251,7	119,9	13.520,3	209,8	94,9	15.178,5	239,6	109,0	0,4	49,2	1,0
Dic	15.661,6	152,2	-69,5	13.459,7	131,3	-61,1	15.105,1	146,2	-65,5	0,4	-6,6	1,1

### 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	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Total</b>											
2012	16.568	5.399	3.225	993	6.266	684	957	589	81	68	187	32
2013	16.386	4.887	3.203	1.071	6.551	674	728	385	63	65	186	29
2013 I	16.616	5.260	3.223	1.022	6.422	690	826	439	81	62	212	32
II	16.618	5.122	3.235	1.029	6.554	678	775	408	65	67	201	34
III	16.501	5.002	3.220	1.061	6.547	671	662	350	51	64	171	25
IV	16.386	4.887	3.203	1.071	6.551	674	649	341	55	66	162	25
2013 Sep	16.501	5.002	3.220	1.061	6.547	671	665	316	54	75	191	29
Oct	16.477	4.975	3.209	1.074	6.549	670	707	350	64	77	192	25
Nov	16.567	4.969	3.225	1.085	6.613	675	669	319	56	70	194	31
Dic	16.386	4.887	3.203	1.071	6.551	674	569	355	44	51	100	19
	<b>A corto plazo</b>											
2012	1.488	601	136	82	605	64	703	490	37	53	103	21
2013	1.281	473	110	75	570	52	511	315	26	48	102	21
2013 I	1.502	582	139	91	621	68	574	361	31	48	112	23
II	1.455	558	134	90	620	54	538	337	25	52	100	23
III	1.436	539	132	90	627	47	487	294	25	46	104	18
IV	1.281	473	110	75	570	52	443	268	21	45	90	18
2013 Sep	1.436	539	132	90	627	47	449	251	25	52	104	18
Oct	1.408	524	123	90	624	47	476	272	25	50	111	18
Nov	1.388	513	124	87	612	51	430	250	21	44	93	21
Dic	1.281	473	110	75	570	52	423	284	17	40	66	15
	<b>A largo plazo <sup>2)</sup></b>											
2012	15.079	4.798	3.090	911	5.660	621	254	99	45	16	83	12
2013	15.105	4.414	3.093	996	5.980	622	217	69	37	17	85	8
2013 I	15.114	4.678	3.083	931	5.801	621	252	78	50	14	100	9
II	15.163	4.564	3.101	939	5.934	624	237	71	40	16	101	10
III	15.066	4.463	3.088	970	5.920	624	175	56	26	18	67	8
IV	15.105	4.414	3.093	996	5.980	622	206	73	34	21	72	7
2013 Sep	15.066	4.463	3.088	970	5.920	624	216	65	29	23	88	11
Oct	15.068	4.451	3.086	983	5.925	623	231	78	39	27	81	7
Nov	15.178	4.456	3.101	998	6.000	624	240	69	35	26	100	10
Dic	15.105	4.414	3.093	996	5.980	622	146	71	27	10	34	4
	<b>del cual: a tipo fijo</b>											
2012	10.520	2.811	1.295	820	5.149	444	165	54	18	15	71	7
2013	10.806	2.649	1.431	894	5.379	452	146	36	20	15	69	6
2013 I	10.656	2.766	1.347	838	5.255	450	165	41	25	12	80	7
II	10.768	2.718	1.391	845	5.359	455	155	34	21	13	79	8
III	10.754	2.669	1.413	870	5.348	454	124	32	14	14	58	5
IV	10.806	2.649	1.431	894	5.379	452	139	37	19	19	59	5
2013 Sep	10.754	2.669	1.413	870	5.348	454	161	43	17	19	74	8
Oct	10.769	2.662	1.421	883	5.349	454	169	48	20	23	73	6
Nov	10.845	2.666	1.433	897	5.397	453	158	37	20	24	71	6
Dic	10.806	2.649	1.431	894	5.379	452	89	27	16	10	34	2
	<b>del cual: a tipo variable</b>											
2012	4.133	1.733	1.699	87	439	175	77	38	24	1	8	5
2013	3.887	1.562	1.557	98	501	169	59	28	16	2	11	2
2013 I	4.012	1.660	1.638	89	455	170	69	30	22	1	13	3
II	3.960	1.606	1.610	91	485	168	68	31	16	2	17	2
III	3.896	1.580	1.573	97	477	169	41	20	11	3	4	2
IV	3.887	1.562	1.557	98	501	169	59	31	14	2	10	2
2013 Sep	3.896	1.580	1.573	97	477	169	44	18	11	4	8	3
Oct	3.881	1.577	1.561	96	480	168	51	25	18	3	4	1
Nov	3.913	1.581	1.562	97	503	170	72	28	13	2	25	4
Dic	3.887	1.562	1.557	98	501	169	53	41	10	1	0	1

Fuente: BCE.

- 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.
- La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.

## 4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

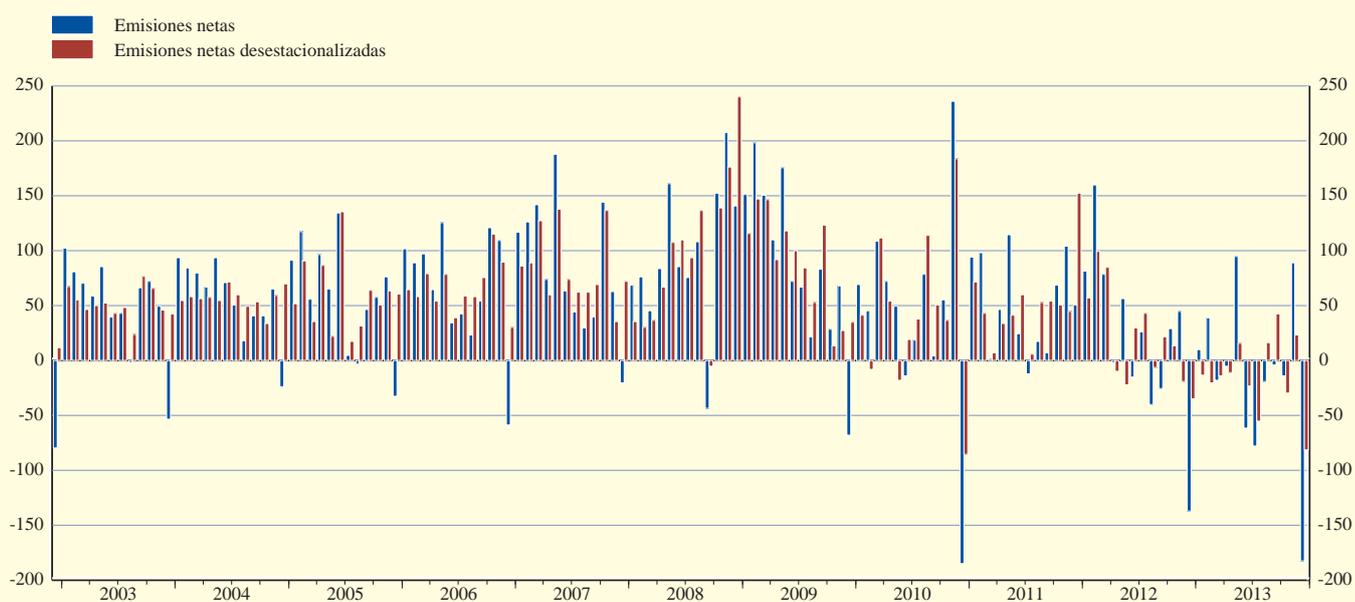
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

### 2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar <sup>1)</sup>						Desestacionalizadas <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2012	21,2	-8,1	3,0	10,3	12,9	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-12,6	-39,7	-3,4	7,0	24,1	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 I	10,2	-46,2	-6,1	9,2	51,8	1,5	-16,1	-60,9	1,5	6,7	35,9	0,7
II	9,2	-40,8	5,1	3,5	44,7	-3,3	-6,3	-39,7	4,4	2,3	29,7	-3,0
III	-33,8	-37,0	-4,3	11,4	-1,8	-2,1	1,0	-35,8	9,8	11,9	15,8	-0,6
IV	-35,9	-34,9	-8,2	4,2	1,6	1,4	-29,5	-23,9	-28,7	7,0	15,1	0,9
2013 Sep	-4,1	-37,8	0,8	15,9	20,5	-3,5	42,2	-21,1	22,7	14,9	28,9	-3,3
Oct	-14,3	-21,1	-9,6	14,6	2,1	-0,3	-29,9	-10,7	-29,9	12,4	1,1	-2,8
Nov	89,1	-5,9	15,6	10,4	63,9	4,9	22,9	-10,3	-7,1	12,0	24,1	4,3
Dic	-182,6	-77,8	-30,6	-12,5	-61,3	-0,3	-81,6	-50,6	-49,1	-3,4	20,2	1,2
	A largo plazo											
2012	31,2	0,5	1,1	10,2	15,3	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	5,5	-29,3	0,0	7,6	27,0	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 I	7,8	-39,3	-5,8	6,2	46,7	0,0	-6,2	-46,9	1,4	5,9	34,9	-1,5
II	24,0	-33,1	6,7	4,0	45,1	1,4	1,5	-39,1	6,9	3,0	31,0	-0,2
III	-27,9	-31,1	-3,6	11,1	-4,4	0,1	13,1	-27,9	7,2	11,6	19,7	2,5
IV	18,2	-13,8	2,4	9,3	20,5	-0,2	14,0	-4,2	-15,3	9,9	22,9	0,6
2013 Sep	16,5	-22,0	2,6	17,5	17,6	0,9	57,2	-12,0	18,2	13,9	34,8	2,3
Oct	11,0	-8,0	-1,0	14,6	5,4	0,0	-0,6	-0,5	-19,2	12,7	5,6	0,7
Nov	109,0	4,7	14,7	13,6	75,4	0,7	49,2	7,5	-8,0	13,8	36,0	-0,2
Dic	-65,5	-38,0	-6,4	-0,5	-19,4	-1,3	-6,6	-19,6	-18,6	3,2	27,2	1,2

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

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



Fuente: BCE.

1) Los datos mensuales sobre emisiones netas se refieren a las operaciones realizadas en el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.

#### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

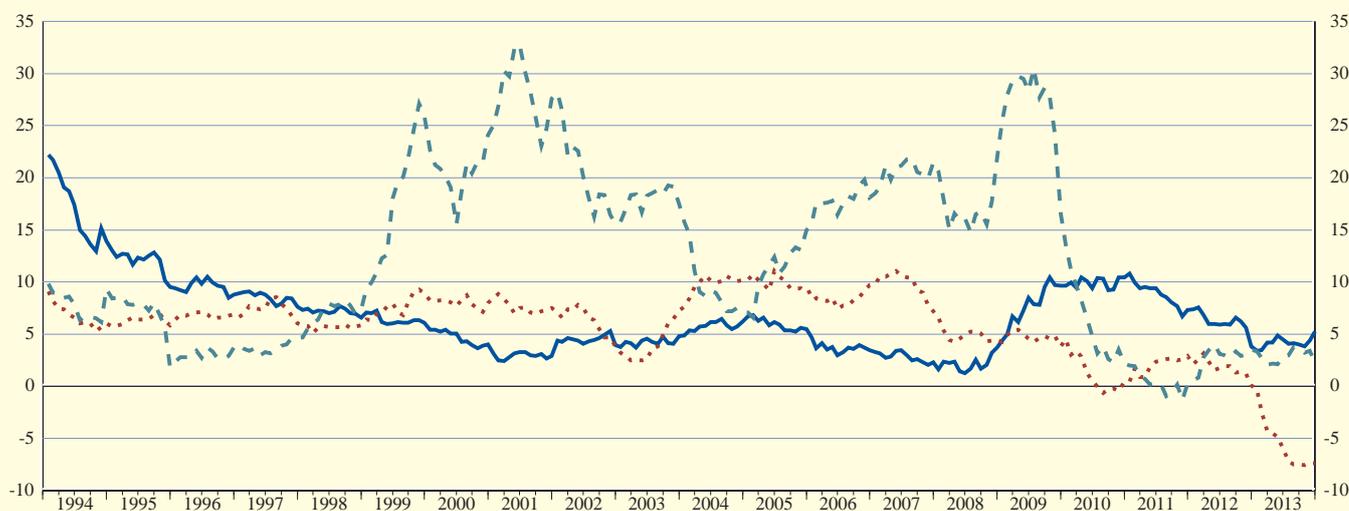
(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2012 Dic	1,6	-1,8	1,2	14,2	2,5	6,1	0,2	-3,7	-0,3	14,5	2,4	-3,7
2013 Ene	1,1	-2,3	0,9	13,6	2,1	4,6	-0,5	-5,8	0,2	14,2	2,3	-4,0
Feb	0,4	-4,4	0,9	13,3	2,6	0,4	-0,7	-8,4	2,9	13,6	3,2	-6,1
Mar	-0,2	-6,1	-0,6	12,7	3,6	-0,8	-1,1	-9,5	1,5	11,2	3,8	-4,7
Abr	-0,2	-6,2	-0,7	12,4	3,5	0,4	-1,4	-10,6	2,2	11,0	3,4	-2,7
May	0,0	-6,5	-0,5	10,8	4,4	-0,4	-1,0	-11,5	3,4	8,5	5,2	-2,8
Jun	-0,3	-7,3	0,4	9,9	4,3	-2,6	-0,8	-10,8	1,1	5,5	6,3	-2,1
Jul	-0,9	-8,8	0,8	9,8	4,1	-4,7	-1,3	-11,6	1,4	5,7	5,9	-5,6
Ago	-0,8	-9,2	1,7	10,3	4,1	-3,6	-0,9	-10,0	0,5	7,3	5,1	-1,4
Sep	-0,6	-9,0	2,1	9,9	4,0	-3,8	-0,2	-8,5	2,7	8,5	4,3	-3,2
Oct	-0,9	-9,0	1,1	10,2	3,8	-4,1	-0,4	-7,5	0,1	9,3	4,2	-5,0
Nov	-0,6	-8,8	1,2	10,6	4,0	-2,6	-0,3	-6,0	-0,9	12,7	2,8	-2,2
Dic	-0,9	-8,9	-1,3	8,5	4,6	-1,1	-1,0	-6,9	-3,5	11,3	2,9	0,2
	A largo plazo											
2012 Dic	2,5	0,1	0,4	15,4	3,3	9,2	1,6	-1,1	-1,0	18,8	2,6	4,9
2013 Ene	2,2	-0,3	0,3	15,0	2,9	8,6	1,3	-2,2	-0,4	18,1	2,5	3,8
Feb	1,3	-2,4	-0,3	14,2	3,3	4,5	0,6	-4,9	0,5	15,9	3,2	1,0
Mar	0,9	-4,3	-0,9	13,2	4,3	2,9	-0,1	-6,7	0,5	12,0	3,6	-1,6
Abr	0,8	-4,5	-1,0	14,1	4,3	3,2	-0,6	-8,3	1,1	11,0	3,3	-0,1
May	1,0	-4,9	-0,8	12,8	5,1	2,9	-0,4	-10,0	2,5	7,8	5,5	-1,0
Jun	0,7	-5,9	0,3	12,1	4,8	1,6	-0,2	-10,4	1,6	5,9	7,1	-1,7
Jul	0,1	-7,2	0,5	11,7	4,5	0,3	-1,0	-12,0	1,5	5,7	6,5	-3,1
Ago	0,2	-7,5	1,4	12,0	4,5	0,7	-0,1	-10,1	2,3	8,4	5,8	0,3
Sep	0,2	-7,5	1,6	10,8	4,4	0,3	0,6	-8,4	2,8	9,7	5,3	2,2
Oct	0,0	-7,6	1,0	10,9	4,2	0,8	0,7	-6,8	0,8	10,8	5,1	1,7
Nov	0,4	-7,4	1,1	11,4	4,8	0,4	1,0	-4,7	-0,3	15,0	4,1	1,7
Dic	0,4	-7,4	0,0	10,1	5,7	0,6	1,1	-4,2	-1,6	14,3	4,4	3,0

#### 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.

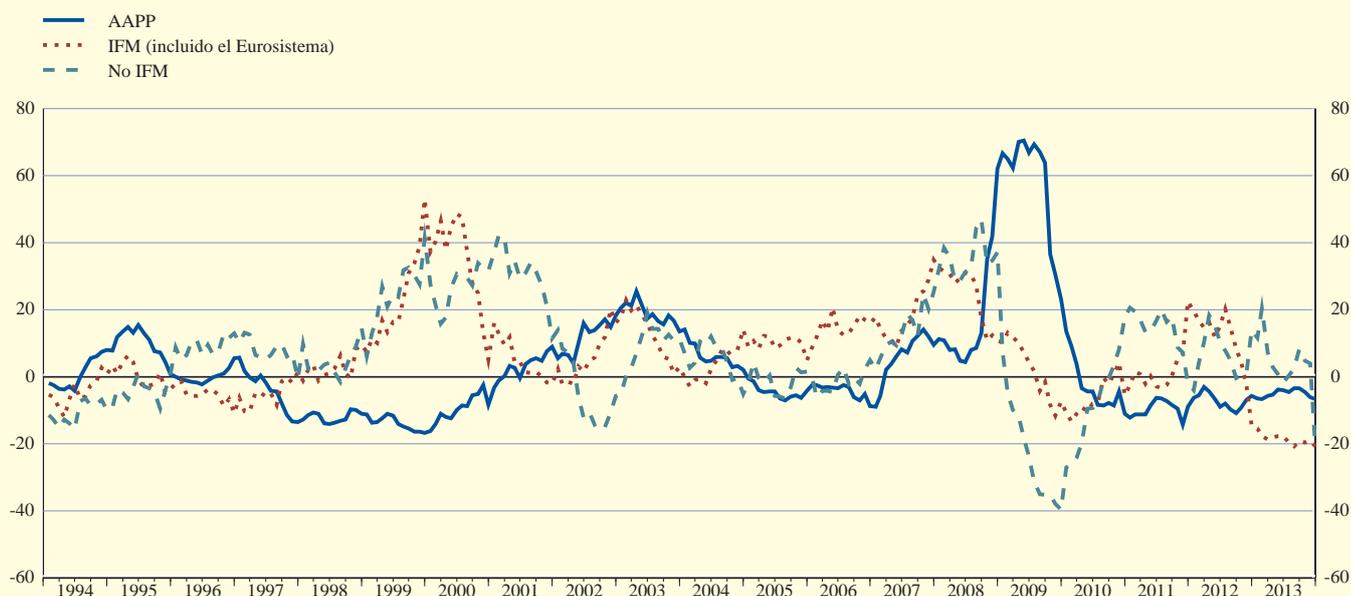
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> (cont.)

(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 Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2012	5,3	4,1	2,4	10,4	5,9	7,3	-0,8	-0,3	-5,0	-0,4	6,6	23,3
2013	3,4	-3,2	7,3	13,3	4,6	4,1	-7,4	-7,5	-10,1	5,1	-1,3	-0,8
2013 I	4,4	0,3	6,5	15,7	4,3	6,0	-6,8	-4,1	-10,7	-0,7	-7,6	7,9
II	3,7	-3,3	7,8	14,5	5,1	4,5	-7,7	-6,7	-11,4	2,1	-1,8	-0,8
III	3,1	-4,9	8,4	12,5	4,8	3,4	-8,3	-9,6	-9,8	7,0	-1,9	-5,4
IV	2,5	-5,0	6,4	10,8	4,2	2,6	-6,8	-9,8	-8,5	12,2	6,5	-4,1
2013 Jul	3,2	-5,1	8,4	12,8	5,0	3,5	-8,8	-9,6	-10,1	5,3	-4,2	-6,7
Ago	3,0	-5,1	8,7	12,6	4,6	3,3	-8,3	-9,9	-9,4	7,5	-2,2	-5,0
Sep	2,6	-5,0	7,8	10,9	4,3	2,9	-7,5	-9,9	-8,7	11,2	2,0	-5,2
Oct	2,6	-5,1	6,5	10,9	4,4	3,3	-7,7	-9,9	-8,6	11,7	-0,9	-4,9
Nov	2,3	-4,8	6,0	11,1	3,9	2,0	-5,9	-9,8	-8,1	13,3	13,2	-3,2
Dic	2,5	-5,1	5,8	9,8	4,6	2,2	-6,1	-9,3	-9,2	12,3	14,2	-2,9
En euros												
2012	5,6	4,5	2,1	10,6	6,0	7,2	-0,5	2,0	-6,6	-1,5	6,3	22,9
2013	3,2	-4,0	5,1	14,8	4,6	4,1	-7,7	-7,2	-11,3	6,3	-1,8	-1,2
2013 I	4,2	0,1	4,8	17,6	4,4	5,3	-7,0	-2,8	-12,3	-0,4	-8,3	7,9
II	3,5	-4,0	5,4	16,3	5,0	4,4	-7,9	-5,9	-12,7	4,1	-2,4	-1,4
III	2,8	-5,9	5,8	14,0	4,8	3,8	-8,7	-9,7	-10,6	8,5	-2,3	-5,8
IV	2,2	-6,0	4,4	11,6	4,3	2,8	-7,2	-10,3	-9,1	13,0	6,4	-4,5
2013 Jul	3,0	-6,1	5,9	14,6	5,1	4,1	-9,0	-9,7	-10,7	7,2	-4,5	-7,2
Ago	2,7	-6,1	6,2	14,0	4,7	3,9	-8,7	-10,2	-10,2	9,3	-2,7	-5,4
Sep	2,3	-6,3	5,3	12,1	4,4	2,8	-7,9	-10,2	-9,5	11,7	1,7	-5,6
Oct	2,3	-6,0	4,2	11,6	4,4	3,6	-8,1	-10,4	-9,1	13,9	-1,4	-5,4
Nov	2,1	-5,8	4,1	11,8	3,9	2,2	-6,2	-10,3	-8,6	13,2	13,4	-3,5
Dic	2,3	-6,2	4,4	10,4	4,6	2,4	-6,6	-10,1	-10,0	12,1	14,1	-3,4

G18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a la variación interanual de la media del período. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

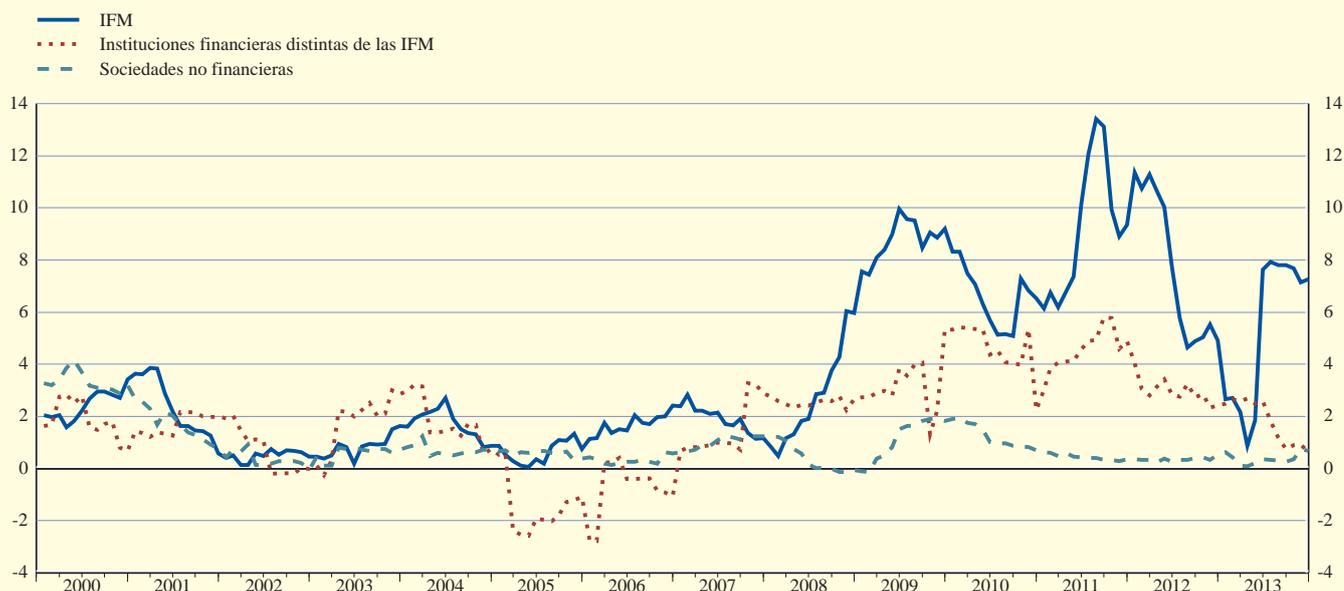
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2008 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 Dic	3.881,4	106,1	1,6	339,3	9,3	271,1	4,9	3.271,0	0,4
2012 Ene	4.094,6	106,3	1,7	375,4	11,4	298,4	4,0	3.420,7	0,4
Feb	4.260,7	106,3	1,5	394,6	10,7	311,6	3,1	3.554,4	0,3
Mar	4.244,5	106,4	1,5	373,0	11,3	311,4	2,8	3.560,1	0,3
Abr	4.070,2	106,5	1,4	327,2	10,7	292,3	3,1	3.450,7	0,2
May	3.764,6	106,6	1,5	280,8	10,0	265,5	3,4	3.218,2	0,4
Jun	3.927,2	106,7	1,1	317,6	7,7	285,0	2,8	3.324,6	0,3
Jul	4.053,3	106,8	1,0	309,9	5,8	292,1	2,7	3.451,3	0,3
Ago	4.178,0	106,8	0,9	349,6	4,6	309,4	3,2	3.518,9	0,3
Sep	4.234,3	106,9	0,9	364,9	4,9	323,9	2,7	3.545,4	0,4
Oct	4.310,9	107,0	1,0	383,5	5,0	333,8	2,8	3.593,6	0,4
Nov	4.398,9	106,9	0,9	395,7	5,5	342,3	2,3	3.660,9	0,3
Dic	4.502,8	107,2	1,0	402,4	4,9	357,3	2,4	3.743,1	0,5
2013 Ene	4.657,6	107,3	0,9	441,5	2,7	370,7	2,5	3.845,5	0,6
Feb	4.642,3	107,1	0,8	416,1	2,7	364,5	2,7	3.861,7	0,4
Mar	4.644,3	106,9	0,5	380,3	2,2	369,0	2,6	3.895,0	0,1
Abr	4.746,6	106,8	0,3	410,4	0,9	394,9	2,7	3.941,2	0,2
May	4.863,2	107,1	0,5	440,2	1,9	408,0	2,5	4.015,1	0,1
Jun	4.663,0	107,9	1,2	413,5	7,6	394,5	2,6	3.854,9	0,4
Jul	4.902,7	108,0	1,1	446,6	7,9	418,7	1,8	4.037,5	0,3
Ago	4.891,0	108,0	1,1	461,5	7,8	416,1	1,2	4.013,5	0,3
Sep	5.135,7	107,9	1,0	491,7	7,8	427,6	0,7	4.216,3	0,3
Oct	5.410,0	108,1	1,1	557,2	7,7	445,1	0,9	4.407,8	0,4
Nov	5.501,3	108,4	1,3	562,8	7,1	454,6	0,9	4.483,9	0,7
Dic	5.565,5	108,6	1,3	568,8	7,3	465,8	0,6	4.530,9	0,7

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más información sobre el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas.

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

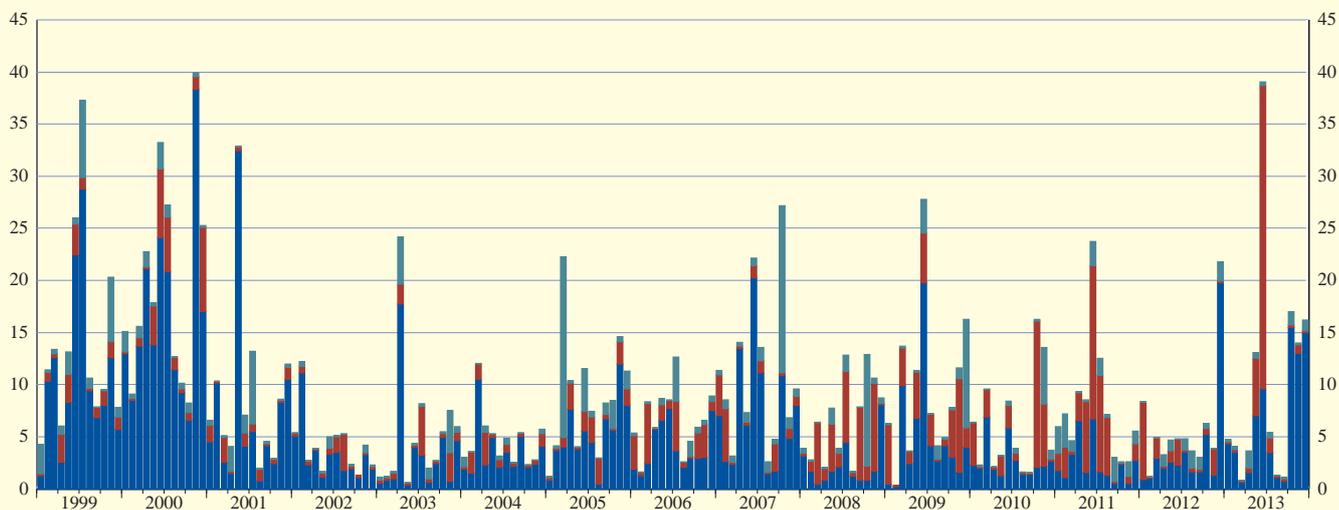
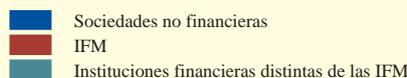
(mm de euros; valores de mercado)

### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2011 Dic	5,5	1,1	4,4	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,1	1,7
2012 Ene	8,4	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,6
Feb	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
Mar	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
Abr	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
May	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
Jun	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
Jul	4,8	0,3	4,5	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,6	0,3	3,2
Ago	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
Sep	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
Oct	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
Nov	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
Dic	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,7	10,8	8,9
2013 Ene	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
Feb	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
Mar	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
Abr	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	0,7	0,9	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	39,0	1,7	37,3	29,2	0,0	29,1	0,3	0,1	0,3	9,6	1,7	7,9
Jul	5,4	3,0	2,4	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,1	2,4
Ago	1,1	2,3	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,5	1,1	1,8	-0,7
Sep	1,0	1,7	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,7	1,1	-0,4
Oct	16,9	7,5	9,4	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	15,5	7,4	8,1
Nov	14,0	2,1	11,9	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	13,0	2,0	11,0
Dic	16,1	7,0	9,1	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,0	7,0	8,0

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

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



Fuente: BCE.

#### 4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos <sup>1)</sup>

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

##### 1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>2)</sup>		A la vista	A plazo			
		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 Feb	0,36	2,44	2,23	2,29	1,39	1,48	0,40	1,05	1,99	2,08	0,63
Mar	0,36	2,29	2,17	2,28	1,37	1,43	0,40	0,93	1,85	1,99	1,00
Abr	0,34	2,33	2,10	2,25	1,36	1,37	0,38	0,96	1,70	1,90	0,68
May	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,31	0,38	0,83	1,86	1,98	0,48
Jun	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,28	0,38	0,83	1,65	1,77	0,72
Jul	0,31	1,88	1,90	2,08	1,28	1,23	0,37	0,82	1,63	1,78	0,88
Ago	0,30	1,81	1,87	2,05	1,15	1,22	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	1,94	1,09	1,05	0,33	0,71	1,21	1,81	0,58

##### 2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado <sup>3)</sup>	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Crédito a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica			
			Por fijación inicial del tipo			TAE <sup>4)</sup>	Por fijación inicial del tipo			TAE <sup>4)</sup>	Por fijación del tipo inicial			
			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 y hasta 10 años	A más de 10 años		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 Feb	7,97	17,04	5,89	6,03	7,83	7,25	2,88	3,17	3,05	3,35	3,35	3,16	4,07	3,21
Mar	7,95	17,06	5,86	5,98	7,75	7,15	2,86	3,19	3,13	3,34	3,38	3,16	4,16	3,17
Abr	7,93	17,08	5,74	5,92	7,75	7,06	2,87	3,13	3,06	3,34	3,38	3,26	3,97	3,11
May	7,91	17,08	6,00	6,09	7,71	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	4,11	3,14
Jun	7,84	17,03	5,85	6,02	7,56	7,07	2,82	3,00	2,87	3,15	3,25	3,10	4,08	3,01
Jul	7,75	16,96	5,63	6,12	7,63	7,13	2,84	2,97	2,90	3,17	3,28	3,19	3,75	3,18
Ago	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,15	2,80	3,01	2,97	3,18	3,31	3,00	4,06	3,15
Sep	7,77	17,02	5,80	6,07	7,62	7,20	2,83	3,05	3,05	3,25	3,35	3,04	3,99	3,16
Oct	7,67	17,02	5,71	6,04	7,63	7,13	2,77	3,04	3,12	3,27	3,35	3,10	3,95	3,26
Nov	7,64	16,96	5,81	6,05	7,74	7,20	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	7,42	7,05	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,07	3,86	3,05
2014 Ene	7,69	17,08	5,72	6,07	7,70	7,34	2,80	3,01	3,12	3,31	3,36	3,24	3,81	3,01

##### 3. Tipos de interés aplicados a los préstamos a sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables y descubiertos	Otros préstamos y créditos hasta 250.000 euros por fijación del tipo inicial						Otros préstamos y créditos de más de un millón de euros por fijación del tipo inicial					
		Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años	Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013 Feb	4,21	4,70	4,69	4,05	4,25	3,70	3,66	2,02	2,85	3,13	4,42	2,93	3,14
Mar	4,17	4,56	4,71	4,11	4,25	3,75	3,61	2,01	2,91	3,07	4,06	2,85	2,85
Abr	4,17	4,78	4,73	4,16	4,07	3,62	3,58	2,14	2,77	3,21	4,16	3,00	2,94
May	4,14	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,10	2,71	3,21	3,52	2,68	2,79
Jun	4,15	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,60	3,01	2,96	2,71	3,12
Jul	4,12	4,65	4,82	4,34	4,09	3,48	3,45	2,13	2,72	2,72	2,82	2,98	3,17
Ago	4,10	4,50	4,81	4,41	4,06	3,41	3,39	2,03	2,56	2,82	3,00	2,88	3,10
Sep	4,12	4,53	4,67	4,39	4,16	3,41	3,42	2,08	2,54	2,86	2,75	2,89	3,28
Oct	4,14	4,60	4,83	4,39	4,14	3,51	3,50	2,19	2,64	3,14	2,86	3,28	3,38
Nov	4,08	4,56	4,71	4,34	4,29	3,56	3,50	2,23	2,62	2,96	2,90	2,98	3,10
Dic	4,12	4,53	4,49	4,20	4,19	3,43	3,41	2,17	2,73	2,67	2,81	2,82	3,13
2014 Ene	4,15	4,61	4,68	4,25	3,98	3,40	3,48	2,15	2,75	2,76	2,96	3,03	3,12

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- En esta categoría de instrumentos, los hogares y las sociedades no financieras se fusionan y se registran en el sector hogares, ya que los saldos vivos de las sociedades no financieras son insignificantes, comparados con los del sector hogares en el conjunto de los Estados miembros.
- Esta categoría de instrumentos excluye los saldos de tarjetas de crédito de pago único contado, es decir, el crédito concedido al tipo de interés del 0% durante el ciclo de facturación.
- La tasa anual equivalente (TAE) es igual al coste total de un préstamo. Este coste total comprende un componente de tipos de interés y de otros costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

**4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos <sup>1)</sup>**

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

**4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)**

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>2)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	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 Feb	0,36	2,58	2,75	1,39	1,48	0,40	1,72	2,93	1,99
Mar	0,36	2,53	2,70	1,37	1,43	0,40	1,65	2,89	2,19
Abr	0,34	2,47	2,70	1,36	1,37	0,38	1,60	2,83	1,99
May	0,33	2,41	2,67	1,31	1,31	0,38	1,57	2,79	1,62
Jun	0,32	2,36	2,67	1,30	1,28	0,38	1,51	2,80	1,73
Jul	0,31	2,28	2,64	1,28	1,23	0,37	1,46	2,77	1,67
Ago	0,30	2,22	2,63	1,15	1,22	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

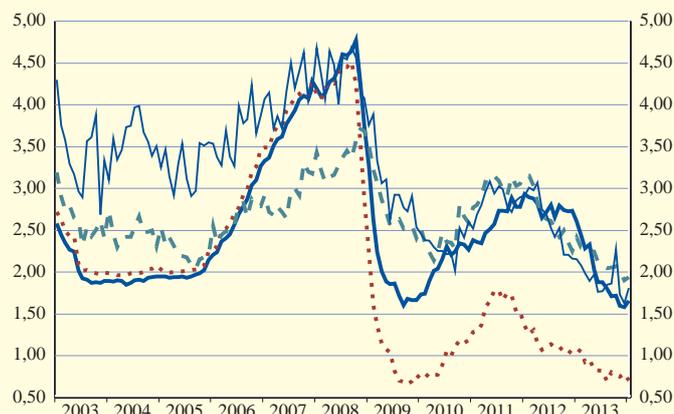
**5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)**

	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 Feb	3,45	3,35	3,51	7,77	6,24	4,91	3,72	3,26	3,19
Mar	3,50	3,36	3,49	7,79	6,21	4,89	3,69	3,25	3,16
Abr	3,49	3,33	3,49	7,74	6,19	4,88	3,67	3,25	3,15
May	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,66	3,24	3,13
Jun	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,63	3,24	3,14
Jul	3,51	3,24	3,40	7,59	6,18	4,84	3,64	3,26	3,14
Ago	3,52	3,22	3,37	7,58	6,16	4,82	3,63	3,26	3,12
Sep	3,55	3,22	3,37	7,64	6,16	4,83	3,65	3,24	3,13
Oct	3,50	3,20	3,35	7,61	6,10	4,80	3,62	3,27	3,12
Nov	3,51	3,22	3,34	7,52	6,11	4,79	3,59	3,28	3,12
Dic	3,59	3,24	3,33	7,49	6,08	4,77	3,61	3,29	3,14
2014 Ene	3,61	3,17	3,31	7,58	6,11	4,76	3,67	3,30	3,13

**G21 Nuevos depósitos a plazo**

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

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



**G22 Nuevos préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial**

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

- A hogares para consumo
- ... A hogares para adquisición de vivienda
- - A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE

\* Para consultar la fuente de los datos que figuran en el cuadro y las notas a pie de página relacionadas, véase la página S42.

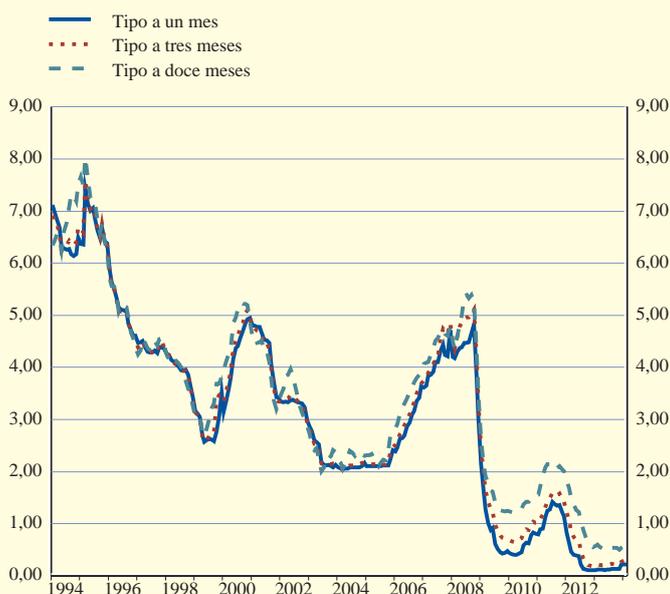
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1),2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (eonía) 1	Depósitos a 1 mes (euríbor) 2	Depósitos a 3 meses (euríbor) 3	Depósitos a 6 meses (euríbor) 4	Depósitos a 12 meses (euríbor) 5	Depósitos a 3 meses (líbor) 6	Depósitos a 3 meses (líbor) 7
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,58	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2012 IV	0,08	0,11	0,20	0,37	0,60	0,32	0,19
2013 I	0,07	0,12	0,21	0,34	0,57	0,29	0,16
II	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
III	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
IV	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
2013 Feb	0,07	0,12	0,22	0,36	0,59	0,29	0,16
Mar	0,07	0,12	0,21	0,33	0,54	0,28	0,16
Abr	0,08	0,12	0,21	0,32	0,53	0,28	0,16
May	0,08	0,11	0,20	0,30	0,48	0,27	0,16
Jun	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
Jul	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16
Ago	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15
Sep	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
Oct	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
Nov	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
Dic	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15
2014 Ene	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14
Feb	0,16	0,22	0,29	0,39	0,55	0,24	0,14

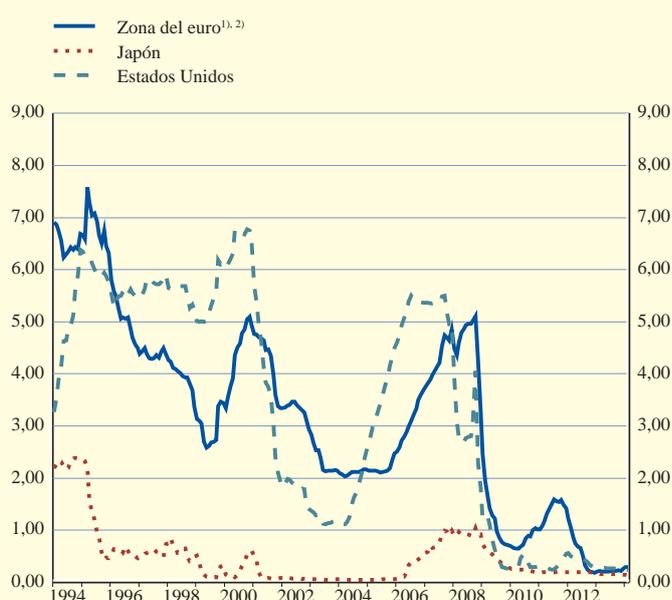
#### G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>1),2)</sup>

(medias mensuales; porcentaje)



#### G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.

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

#### 4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro <sup>1)</sup>

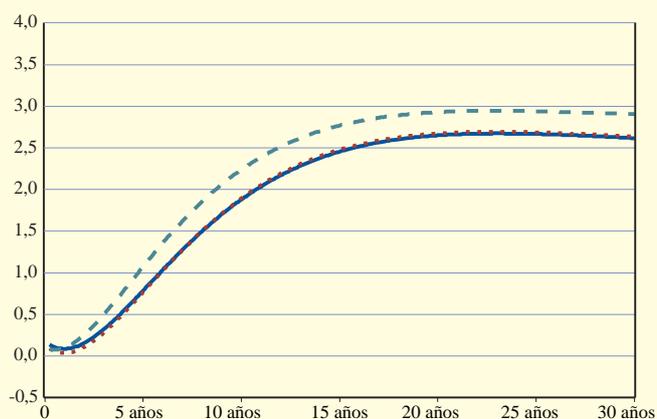
(deuda de las administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2012 IV	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 I	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
II	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
III	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
IV	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2013 Feb	0,03	0,01	0,10	0,74	1,24	1,88	1,86	1,78	0,05	0,38	1,99	3,72
Mar	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
Abr	0,03	-0,01	0,04	0,54	0,96	1,55	1,52	1,51	-0,01	0,23	1,58	3,28
May	0,02	0,03	0,13	0,75	1,22	1,84	1,82	1,71	0,08	0,41	1,95	3,62
Jun	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
Jul	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59
Ago	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78
Sep	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
Oct	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
Nov	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
Dic	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 Ene	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61
Feb	0,14	0,09	0,16	0,79	1,27	1,88	1,74	1,72	0,09	0,41	2,03	3,56

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

(porcentaje; fin de período)

- Febrero 2014
- ... Enero 2014
- - - Diciembre 2013



#### 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.

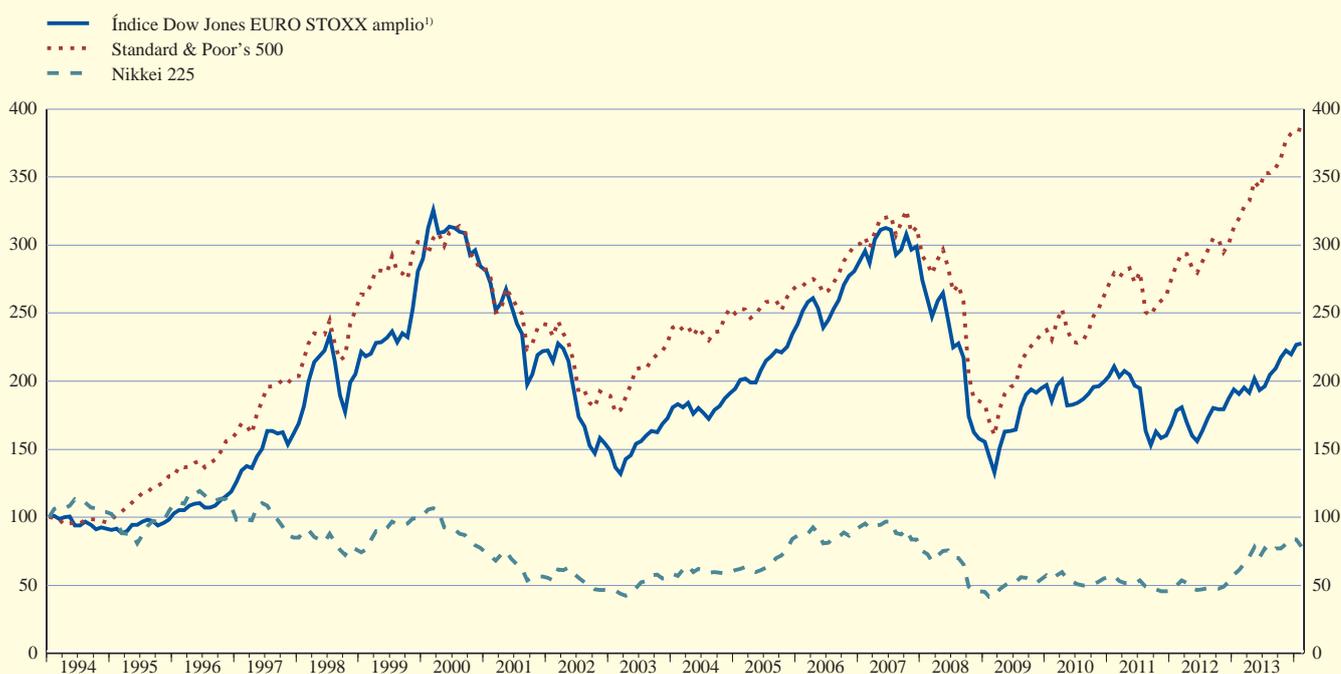
## 4.8 Índices bursátiles

(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
2012 IV	252,0	2.543,3	536,8	163,6	407,4	310,5	133,0	347,7	231,6	232,0	245,4	570,7	1.418,1	9.208,6
2013 I	268,2	2.676,6	568,7	181,2	443,1	309,8	144,1	378,1	257,2	222,9	241,3	600,1	1.514,0	11.457,6
II	271,8	2.696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1.609,5	13.629,3
III	282,1	2.782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1.674,9	14.127,7
IV	304,9	3.017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1.768,7	14.951,3
2013 Feb	264,7	2.630,4	561,0	180,7	439,1	301,4	143,2	372,7	256,0	218,5	231,1	586,7	1.512,3	11.336,4
Mar	270,8	2.680,2	576,6	187,2	457,1	307,4	140,1	388,2	260,6	221,0	240,2	626,1	1.550,8	12.244,0
Abr	265,9	2.636,3	560,9	187,0	449,8	299,6	136,0	374,1	250,5	225,2	238,6	650,8	1.570,7	13.224,1
May	280,2	2.785,8	590,1	192,5	472,0	315,0	147,5	392,7	267,1	232,0	248,7	668,7	1.639,8	14.532,4
Jun	268,3	2.655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1.618,8	13.106,6
Jul	272,4	2.686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1.668,7	14.317,5
Ago	284,2	2.803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1.670,1	13.726,7
Sep	290,6	2.864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1.687,2	14.372,1
Oct	301,4	2.988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1.720,0	14.329,0
Nov	308,7	3.056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1.783,5	14.931,7
Dic	304,7	3.010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1.807,8	15.655,2
2014 Ene	314,7	3.092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1.822,4	15.578,3
Feb	315,9	3.085,9	643,7	219,2	502,0	318,9	183,0	460,0	304,3	261,1	291,9	638,3	1.817,0	14.617,6

## G27 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



# PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Índice armonizado de precios de consumo <sup>1)</sup>

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>	
	Índice: 2005 = 100	Total			Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía	Bienes										
% del total en 2012	100,0	100,0	81,7	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2012 IV	116,7	2,3	1,6	2,7	1,7	0,4	0,7	1,8	0,3	-0,1	0,3	2,0	4,2
2013 I	116,4	1,9	1,5	2,0	1,7	0,4	0,6	0,5	0,1	1,0	0,4	1,7	3,2
II	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,4	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,3
III	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,4	0,7	0,5	0,0	1,0	0,5	1,3	1,8
IV	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,0	0,0	-1,1	0,1	0,7	1,4
2013 Sep	117,7	1,1	1,2	0,9	1,4	0,0	0,1	-1,0	0,0	0,5	0,0	1,0	1,6
Oct	117,6	0,7	1,0	0,4	1,2	-0,2	0,1	-0,6	0,0	-1,2	-0,1	0,6	1,3
Nov	117,5	0,9	1,1	0,4	1,4	0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,8	0,2	0,8	1,3
Dic	117,9	0,8	0,9	0,7	1,0	0,1	0,1	1,0	0,1	0,6	-0,1	0,8	1,4
2014 Ene	116,6	0,8	1,0	0,5	1,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	0,6	2,0
Feb <sup>3)</sup>	117,0	0,8	.	.	1,3	.	.	.	.	0,1	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Elaborados	No elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total en 2012	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
2012 IV	3,1	2,4	4,3	2,5	1,1	6,3	1,8	1,5	3,1	-3,8	2,1	1,9
2013 I	2,9	2,3	3,9	1,5	0,8	3,2	1,8	1,5	3,1	-4,6	2,8	0,7
II	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9
III	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
IV	1,8	2,1	1,3	-0,1	0,3	-0,9	1,7	1,4	1,8	-3,5	2,0	0,4
2013 Sep	2,6	2,4	2,9	0,0	0,4	-0,9	1,7	1,5	2,4	-3,6	2,2	0,9
Oct	1,9	2,2	1,4	-0,3	0,3	-1,7	1,7	1,4	2,0	-4,0	1,9	0,4
Nov	1,6	2,0	0,9	-0,1	0,2	-1,1	1,7	1,4	1,9	-3,3	2,5	0,5
Dic	1,8	2,0	1,5	0,2	0,3	0,0	1,7	1,4	1,4	-3,4	1,5	0,5
2014 Ene	1,7	2,0	1,3	-0,2	0,2	-1,2	1,7	1,4	1,6	-3,2	1,4	1,3
Feb <sup>3)</sup>	1,5	.	.	.	0,6	-2,2	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del 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.
- 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>.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>1),2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>1),3)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>1),3)</sup>	
	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía					
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo							
							Total	Duradero		No duradero				
% del total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		11	12	13
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,2	0,4	0,7	0,4	6,1	1,9	0,9	-0,3	
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	1,9	3,5	10,9	3,3	1,1	2,8	
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,6	-1,7	-0,2	
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,7	.	.	.	
2012 IV	109,2	2,4	1,9	1,6	1,3	0,8	2,5	1,2	2,7	4,5	1,3	-2,3	-1,2	
2013 I	109,3	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,2	0,8	2,4	0,9	0,8	-2,8	-1,4	
II	108,2	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,0	0,4	-2,4	-0,9	
III	108,3	-0,6	-0,3	0,2	-1,1	0,6	1,8	0,6	1,9	-2,7	0,4	-1,4	-0,2	
IV	108,0	-1,1	-0,8	-0,3	-1,7	0,6	0,9	0,6	1,0	-2,9	.	.	.	
2013 Ago	108,3	-0,9	-0,4	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-3,7	-	-	-	
Sep	108,5	-0,9	-0,8	-0,1	-1,6	0,6	1,5	0,7	1,6	-2,9	-	-	-	
Oct	108,0	-1,3	-1,1	-0,3	-1,8	0,6	1,1	0,6	1,2	-3,6	-	-	-	
Nov	107,9	-1,2	-0,9	-0,4	-1,7	0,5	0,9	0,6	0,9	-3,2	-	-	-	
Dic	108,1	-0,8	-0,6	-0,3	-1,7	0,6	0,8	0,7	0,9	-1,9	-	-	-	
2014 Ene	107,7	-1,4	-0,9	-0,4	-1,7	0,5	0,6	0,8	0,6	-3,8	-	-	-	

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

	Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflatores del PIB <sup>5)</sup>								
		Ponderados <sup>5)</sup> por las importaciones			Ponderados <sup>6)</sup> por el destino			Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones <sup>7)</sup>	Importaciones <sup>7)</sup>	
		Total	Alimenticias	No alimenticias	Total	Alimenticias	No alimenticias			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
% del total		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0	
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,6	5,8	
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,9	1,3	1,6	2,1	1,1	1,1	1,6	2,4	
2013	81,7	-8,2	-10,5	-7,0	-7,3	-7,3	-7,3	112,5	1,4	1,1	1,2	1,1	0,3	-0,4	-1,3	
2012 IV	84,4	4,4	6,0	3,7	7,0	10,2	4,5	111,5	1,4	1,5	1,8	0,5	0,9	1,4	1,7	
2013 I	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	112,1	1,6	1,4	1,3	1,7	0,4	0,2	-0,3	
II	79,0	-5,2	-4,1	-5,8	-4,3	-2,1	-6,2	112,5	1,6	1,2	1,1	1,0	0,1	-0,1	-1,1	
III	82,5	-12,7	-18,7	-9,4	-12,0	-14,4	-10,0	112,5	1,3	1,0	1,2	1,0	0,2	-0,8	-1,6	
IV	80,3	-11,8	-15,8	-9,7	-11,1	-11,8	-10,5	112,7	1,1	0,7	0,8	1,0	0,2	-1,0	-2,0	
2013 Sep	83,0	-12,9	-18,8	-9,7	-12,1	-13,7	-10,7	-	-	-	-	-	-	-	-	
Oct	80,0	-12,2	-17,3	-9,6	-10,9	-12,0	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-	
Nov	80,0	-11,7	-16,5	-9,2	-11,3	-12,9	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-	
Dic	80,8	-11,4	-13,5	-10,4	-11,2	-10,6	-11,7	-	-	-	-	-	-	-	-	
2014 Ene	78,8	-9,3	-11,4	-8,3	-8,9	-8,2	-9,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
Feb	79,4	-7,8	-6,2	-8,6	-7,2	-3,6	-10,0	-	-	-	-	-	-	-	-	

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) 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).

- Los datos se refieren al Euro-18.
- Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.
- Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- Brent (para entrega en un mes).
- Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.
- 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>).
- Los deflatores de las importaciones y de las exportaciones se refieren a bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

### 5.1 IAPC, otros precios y costes<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual)

#### 4. Costes laborales unitarios, remuneración del factor trabajo y productividad del trabajo

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, adminis- trativas y servicios auxiliares	Administra- ción pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costes laborales unitarios<sup>2)</sup></b>												
2011	110,6	0,8	0,6	0,6	1,3	0,7	0,3	-0,4	0,9	3,1	0,2	1,5
2012	112,7	1,9	4,4	2,6	2,6	1,7	3,4	1,3	0,7	2,5	0,7	2,1
2012 IV	113,4	1,8	6,1	2,7	3,3	2,2	5,4	-0,3	-0,6	2,5	-0,2	2,7
2013 I	114,0	1,8	2,4	2,6	0,3	2,4	3,8	-0,1	-0,9	2,0	1,0	2,3
II	113,9	1,2	1,6	1,9	0,5	1,8	3,4	1,2	-0,1	1,1	0,3	1,7
III	114,1	1,0	1,8	2,2	1,5	0,9	4,2	0,7	0,3	0,2	0,3	1,5
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2011	114,5	2,2	3,1	3,5	3,6	1,8	2,9	1,5	2,8	3,0	1,1	1,8
2012	116,6	1,8	1,4	2,5	3,1	1,7	2,5	1,1	1,9	2,5	1,1	1,6
2012 IV	117,1	1,5	1,2	2,6	3,0	1,4	2,3	1,4	1,2	2,1	0,2	1,2
2013 I	118,0	1,7	2,8	2,5	0,8	1,2	1,4	1,7	1,3	2,0	1,6	1,1
II	118,4	1,6	2,0	2,6	1,9	1,4	1,3	1,3	2,8	2,1	1,0	1,3
III	118,7	1,6	3,0	3,1	2,5	1,1	1,2	0,8	1,5	1,6	1,0	1,5
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada<sup>3)</sup></b>												
2011	103,5	1,4	2,5	2,9	2,3	1,1	2,6	1,9	1,8	-0,1	0,8	0,3
2012	103,5	0,0	-2,9	-0,1	0,5	0,1	-0,9	-0,2	1,2	0,0	0,3	-0,5
2012 IV	103,3	-0,3	-4,6	0,0	-0,3	-0,8	-3,0	1,7	1,9	-0,5	0,4	-1,5
2013 I	103,6	-0,2	0,4	-0,1	0,5	-1,2	-2,3	1,8	2,2	0,0	0,6	-1,2
II	103,9	0,4	0,4	0,6	1,4	-0,5	-2,0	0,1	2,9	1,0	0,7	-0,4
III	104,1	0,6	1,2	0,9	1,0	0,2	-2,9	0,1	1,3	1,4	0,7	0,0
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2011	116,3	2,0	2,3	2,7	4,1	2,0	2,7	1,2	2,3	2,7	0,9	1,7
2012	119,3	2,6	3,2	3,6	4,9	2,4	3,1	1,6	2,3	2,6	1,2	2,5
2012 IV	120,3	2,1	3,1	3,7	4,2	2,3	2,6	2,3	1,7	2,4	0,0	2,3
2013 I	121,9	3,0	4,4	4,5	3,8	2,4	1,9	2,9	1,5	2,8	2,4	2,5
II	121,4	1,5	2,2	1,5	0,9	1,4	0,9	1,8	2,3	2,3	0,9	2,1
III	121,7	1,6	3,2	1,8	1,8	1,1	1,7	1,1	1,9	2,1	1,1	2,4
<b>Productividad del trabajo por hora trabajada<sup>3)</sup></b>												
2011	105,7	1,4	3,6	2,3	2,4	1,4	2,5	1,8	1,2	-0,3	0,6	0,3
2012	106,5	0,7	-2,0	1,0	2,0	0,8	-0,3	0,2	2,0	0,3	0,6	0,3
2012 IV	106,7	0,5	-3,9	1,2	0,9	0,2	-2,3	2,7	2,9	0,1	0,3	-0,4
2013 I	107,5	1,1	0,5	1,9	3,1	-0,4	-1,8	3,0	2,8	1,0	1,4	0,5
II	107,1	0,2	0,1	-0,3	0,3	-0,6	-2,2	0,1	2,5	1,1	0,5	0,3
III	107,2	0,6	1,4	-0,2	0,5	0,2	-2,2	0,2	1,5	2,0	0,8	0,8

#### 5. Índices de costes laborales<sup>4)</sup>

	Total (índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>5)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2012	108,6	1,9	2,0	1,7	2,4	2,3	2,1	2,2
2013	.	.	.	.	.	.	.	1,8
2013 I	102,6	1,9	2,1	1,6	3,2	1,5	1,6	1,9
II	114,0	1,1	1,4	0,3	1,9	0,8	1,1	1,7
III	107,1	1,0	1,3	0,4	1,6	-0,2	1,0	1,7
IV	.	.	.	.	.	.	.	1,7

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

1) Los datos se refieren al Euro-18.

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

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

4) Índices de costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, ganadería, silvicultura, y pesca. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no se correspondan con el total.

5) Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

## 5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 1. PIB y componentes del gasto<sup>1)</sup>

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>2)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>3)</sup>	Total	Exportaciones <sup>2)</sup>	Importaciones <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>									
2010	9.185,6	9.064,9	5.282,7	2.019,8	1.741,2	21,1	120,8	3.793,9	3.673,1
2011	9.444,5	9.315,7	5.427,2	2.033,2	1.796,9	58,4	128,8	4.186,7	4.057,9
2012	9.505,8	9.259,2	5.463,4	2.043,9	1.744,0	7,9	246,6	4.361,8	4.115,2
2013	9.597,7	9.263,0	5.491,4	2.071,2	1.696,8	3,6	334,7	4.401,0	4.066,3
2012 IV	2.376,0	2.303,8	1.365,4	510,9	430,1	-2,6	72,1	1.096,1	1.023,9
2013 I	2.384,0	2.309,2	1.367,8	517,1	422,2	2,1	74,8	1.082,5	1.007,8
II	2.399,5	2.311,6	1.371,4	517,5	422,3	0,3	87,9	1.105,1	1.017,2
III	2.405,0	2.325,8	1.377,3	520,5	425,8	2,3	79,2	1.102,3	1.023,1
IV	2.415,0	2.323,3	1.380,7	518,3	431,6	-7,3	91,8	1.113,9	1.022,2
<i>porcentaje del PIB</i>									
2013	100,0	96,5	57,2	21,6	17,7	0,0	3,5	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2012 IV	-0,5	-0,7	-0,5	0,0	-1,3	-	-	-0,6	-0,9
2013 I	-0,2	-0,3	-0,1	0,3	-1,7	-	-	-0,9	-1,1
II	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,2	-	-	2,3	1,7
III	0,1	0,6	0,1	0,4	0,6	-	-	0,0	1,0
IV	0,3	-0,1	0,1	-0,2	1,1	-	-	1,2	0,4
<i>tasas de variación interanual</i>									
2010	1,9	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,6	10,0
2011	1,6	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,5	4,5
2012	-0,7	-2,2	-1,4	-0,5	-4,0	-	-	2,5	-0,9
2013	-0,4	-1,0	-0,7	0,2	-3,0	-	-	1,3	0,1
2012 IV	-1,0	-2,3	-1,4	-0,7	-4,8	-	-	1,9	-0,8
2013 I	-1,2	-2,1	-1,2	-0,1	-5,3	-	-	0,1	-1,9
II	-0,6	-1,4	-0,6	0,1	-3,4	-	-	1,5	-0,1
III	-0,3	-0,4	-0,3	0,7	-2,3	-	-	0,8	0,6
IV	0,5	0,1	0,3	0,4	0,1	-	-	2,6	1,9
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>									
2012 IV	-0,5	-0,6	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2013 I	-0,2	-0,3	0,0	0,1	-0,3	0,0	0,1	-	-
II	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,4	-	-
III	0,1	0,6	0,1	0,1	0,1	0,3	-0,4	-	-
IV	0,3	-0,1	0,1	-0,1	0,2	-0,3	0,4	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>									
2010	1,9	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,6	0,7	0,2	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
2012	-0,7	-2,2	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,5	-	-
2013	-0,4	-1,0	-0,4	0,0	-0,6	-0,1	0,5	-	-
2012 IV	-1,0	-2,2	-0,8	-0,1	-0,9	-0,3	1,2	-	-
2013 I	-1,2	-2,0	-0,7	0,0	-1,0	-0,3	0,9	-	-
II	-0,6	-1,3	-0,3	0,0	-0,6	-0,4	0,8	-	-
III	-0,3	-0,4	-0,2	0,1	-0,4	0,0	0,1	-	-
IV	0,5	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,4	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-18.

2) 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.

3) 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<sup>1)</sup>

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos menos subven- ciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comu- nicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administra- tivas y servicios auxiliares	Adminis- tración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2010	8.242,2	137,1	1.581,8	499,2	1.552,3	370,8	438,7	919,2	827,5	1.615,0	300,6	943,4
2011	8.469,9	142,0	1.643,3	502,0	1.594,5	374,5	440,1	965,6	859,7	1.640,1	308,1	974,6
2012	8.526,1	144,2	1.643,9	491,8	1.607,3	370,0	433,9	982,2	877,6	1.661,6	313,7	979,7
2013	8.607,3	143,1	1.659,9	479,5	1.623,3	357,5	438,3	1.003,8	895,9	1.685,9	320,2	990,3
2012 IV	2.131,9	36,4	410,1	121,2	403,2	91,3	107,9	248,0	220,4	414,4	79,0	244,1
2013 I	2.139,3	35,9	411,4	120,4	402,6	90,2	109,1	248,6	220,9	421,0	79,3	244,7
II	2.149,6	36,0	415,1	119,1	405,3	89,8	109,9	250,0	223,4	421,2	79,7	249,8
III	2.157,7	35,3	416,4	119,5	408,0	88,8	109,3	251,7	225,4	422,5	80,7	247,4
IV	2.169,1	36,0	419,6	120,9	409,6	88,8	110,2	253,3	226,5	423,4	81,0	245,9
<i>porcentaje del valor añadido</i>												
2013	100,0	1,7	19,3	5,6	18,9	4,2	5,1	11,7	10,4	19,6	3,7	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2012 IV	-0,5	-0,4	-1,7	-1,7	-0,9	-1,0	0,9	0,5	-0,3	0,4	0,2	-0,7
2013 I	-0,2	0,8	0,0	-1,1	-0,4	-0,7	-0,9	-0,2	0,6	-0,2	-0,4	-0,2
II	0,3	0,0	0,7	-1,0	0,5	-0,1	-0,9	0,3	0,8	0,2	0,1	0,6
III	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,1	-0,6	0,6	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,2
IV	0,4	1,6	0,6	0,5	0,2	0,0	0,4	0,2	0,3	0,4	0,1	-0,5
<i>tasas de variación interanual</i>												
2010	2,0	-3,0	9,5	-5,8	0,7	1,8	0,2	-0,1	2,3	1,3	0,4	1,4
2011	1,8	0,3	3,0	-1,6	1,7	3,9	1,5	2,1	2,4	1,1	0,3	0,1
2012	-0,5	-4,9	-1,1	-4,2	-0,7	0,3	-0,6	0,6	0,7	0,1	0,1	-1,8
2013	-0,4	-0,2	-0,5	-3,8	-0,7	-1,5	-0,7	0,4	1,1	0,1	-0,7	-1,0
2012 IV	-0,9	-6,6	-1,4	-5,3	-1,7	-1,4	0,9	0,7	0,0	0,2	-0,1	-2,0
2013 I	-1,0	-2,6	-1,7	-5,1	-2,3	-1,8	0,7	0,6	0,2	0,3	-0,7	-2,5
II	-0,6	-0,9	-0,9	-4,9	-1,4	-1,8	-0,9	0,8	1,4	0,4	-0,1	-0,8
III	-0,3	0,4	-0,8	-3,7	-0,6	-2,4	-0,3	0,8	1,5	0,6	-0,1	-0,5
IV	0,6	2,4	1,6	-1,4	0,5	-1,4	-0,9	0,5	2,1	0,6	-0,2	-0,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2012 IV	-0,5	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2013 I	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
II	0,3	0,0	0,1	-0,1	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	-
2011	1,8	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	-
2012 IV	-0,9	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2013 I	-1,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
II	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
III	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
IV	0,6	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-18.

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial<sup>1)</sup>

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total en 2010	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo			Energía	
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2011	2,2	103,5	3,4	4,7	4,8	4,2	8,5	1,0	0,7	1,0	-4,5	-2,4
2012	-3,1	100,9	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,2	-2,4	-4,8	-2,1	-0,4	-5,4
2013	-1,2	100,2	-0,8	-0,7	-0,8	-0,9	-0,7	-0,6	-3,5	-0,2	-1,2	-3,0
2013 I	-2,8	99,6	-2,2	-2,6	-2,8	-3,5	-3,4	-0,8	-4,5	-0,4	-0,1	-5,9
II	-1,5	100,3	-1,0	-0,9	-1,0	-2,0	-0,1	-0,7	-3,9	-0,2	-1,2	-3,7
III	-1,1	100,3	-1,1	-1,1	-0,9	-0,6	-1,3	-0,9	-3,5	-0,6	-2,0	-1,1
IV	0,7	100,6	1,3	1,6	1,6	2,7	1,8	-0,1	-2,0	0,5	-1,7	-1,6
2013 Ago	-1,2	100,6	-1,5	-1,4	-1,0	-0,6	-0,9	-2,1	-4,0	-1,9	-3,6	-1,1
Sep	-0,1	100,4	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,6	-2,5	1,1	-0,7	-0,6
Oct	0,0	99,7	0,5	0,9	0,8	1,5	1,4	-0,5	-4,8	0,2	-3,1	-2,3
Nov	2,0	101,4	2,8	3,1	3,1	3,2	4,3	1,5	0,0	2,0	-0,1	-1,6
Dic	0,5	100,6	0,5	0,8	0,8	3,6	-0,3	-1,4	-1,2	-0,9	-2,0	-0,2
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2013 Ago	1,0	-	0,9	1,0	1,6	0,8	2,0	0,4	0,1	0,4	-0,7	0,1
Sep	-0,5	-	-0,2	-0,3	-0,9	-0,4	-0,8	0,1	-1,4	0,1	1,5	-0,3
Oct	-0,6	-	-0,7	-0,4	-0,4	0,4	-0,9	-0,4	-1,9	0,3	-3,3	-1,0
Nov	1,3	-	1,6	1,5	1,6	0,7	2,8	0,6	2,3	0,3	2,3	-0,2
Dic	-0,4	-	-0,7	-0,4	-0,5	0,9	-2,1	-0,2	0,4	-0,1	-2,1	0,9

### 4. Nuevos pedidos y cifra de negocios en la industria, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Indicador de nuevos pedidos <sup>1),2)</sup>		Cifra de negocios <sup>1)</sup>		Ventas al por menor (incluido combustible para vehículos de motor)								Matriculaciones de automóviles		
	Industria manufacturera		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Com-bustible		Total (d.; miles) <sup>3)</sup>	Total
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación		Com-bustible				
									Calzado, vestido y confección	Artículos para el hogar					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
% del total en 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,2	12,0	9,1			
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	-1,0	
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	-11,0	
2013	104,1	-0,3	107,2	-1,5	-0,4	96,8	-0,8	-1,0	-0,5	-1,3	-2,6	-1,1	713	-4,4	
2013 I	102,5	-2,7	107,0	-2,6	-1,3	96,5	-2,2	-1,5	-2,4	-5,7	-4,3	-3,6	689	-11,2	
II	103,2	-1,7	106,8	-1,9	-0,3	96,8	-1,0	-1,7	-0,4	0,0	-2,8	-0,7	709	-7,2	
III	105,1	1,0	107,4	-1,5	-0,1	97,2	-0,5	-0,6	-0,3	-0,4	-2,5	-0,2	709	-2,2	
IV	105,4	2,1	107,4	-0,1	0,1	96,6	0,2	-0,3	0,8	0,6	-1,0	-0,1	745	5,3	
2013 Sep	106,3	3,5	107,4	-0,8	-0,1	96,8	-0,2	-1,4	0,7	-1,1	-1,0	1,1	710	-2,4	
Oct	104,1	0,2	106,7	-1,2	-0,5	96,4	-0,4	-0,2	-0,5	-1,7	-1,5	0,2	726	4,2	
Nov	105,8	2,8	108,2	1,4	1,3	97,4	1,5	1,0	2,6	4,8	0,1	-0,1	736	4,8	
Dic	106,5	3,3	107,4	-0,5	-0,5	96,1	-0,4	-1,5	0,5	-0,5	-1,6	-0,5	774	7,0	
2014 Ene	.	.	.	.	1,1	97,6	1,3	-0,4	2,5	.	.	2,9	705	5,5	
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>															
2013 Sep	-	1,3	-	-0,8	-0,9	-	-0,9	-0,7	-0,2	-1,2	0,0	-0,7	-	-0,3	
Oct	-	-2,1	-	-0,7	-0,4	-	-0,4	0,2	-0,8	-1,7	-0,8	-0,5	-	2,2	
Nov	-	1,6	-	1,5	1,1	-	1,1	0,6	1,4	3,5	0,7	1,1	-	1,5	
Dic	-	0,7	-	-0,7	-1,4	-	-1,3	-1,6	-1,1	-2,6	-1,5	-0,4	-	5,2	
2014 Ene	-	.	-	.	1,5	-	1,6	1,1	1,9	.	.	1,5	-	-9,0	

Fuente: Eurostat, excepto columnas 1 y 2 del cuadro 4 (que muestra las estadísticas experimentales del BCE basadas en datos nacionales) y las columnas 13 y 14 del cuadro 4 (que muestra cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) Los datos se refieren al Euro-18.

2) Para más información, véase G. J. de Bondt, H. C. Dieden, S. Muzikarova e I. Vincze, «Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders», Occasional Paper Series, n.º 149, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2013.

3) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

## 5.2 Producto y demanda

(saldos netos <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores					
		Indicador de confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (%) <sup>3)</sup>	Total <sup>4)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses	
		Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2010	101,4	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-8,0	
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0	
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7	
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,1	34,4	-11,2	
2012 IV	87,2	-15,4	-32,1	6,9	-7,3	77,4	-25,9	-12,7	-31,5	46,0	-13,4	
2013 I	90,5	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,5	-23,5	-11,3	-27,2	42,3	-13,1	
II	90,2	-12,7	-30,9	6,2	-0,9	77,9	-20,8	-10,1	-24,8	35,7	-12,6	
III	95,3	-8,3	-24,9	4,6	4,4	78,4	-15,9	-7,9	-16,7	29,6	-9,2	
IV	99,1	-4,1	-18,6	2,8	9,1	79,2	-14,4	-6,3	-11,6	29,8	-9,8	
2013 Sep	97,3	-6,6	-23,2	3,7	7,0	-	-14,8	-7,1	-13,5	28,4	-10,1	
Oct	98,1	-5,0	-21,2	3,3	9,4	78,4	-14,4	-7,1	-11,7	29,2	-9,5	
Nov	98,8	-3,9	-17,9	3,5	9,7	-	-15,3	-6,0	-13,4	31,3	-10,4	
Dic	100,4	-3,4	-16,7	1,7	8,3	-	-13,5	-5,7	-9,8	29,0	-9,5	
2014 Ene	101,0	-3,8	-16,7	3,0	8,2	80,0	-11,7	-4,9	-7,6	24,6	-9,5	
Feb	101,2	-3,4	-16,2	2,3	8,4	-	-12,7	-4,8	-8,7	26,3	-11,0	

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total <sup>4)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>4)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-4,0	-6,5	7,2	1,6	3,9	1,4	3,0	7,3
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,3	-5,4	11,2	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,4	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,9	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2
2012 IV	-31,9	-39,6	-24,2	-15,9	-20,9	11,5	-15,3	-11,0	-15,3	-12,8	-4,9
2013 I	-28,7	-36,8	-20,7	-16,1	-24,0	10,8	-13,5	-7,7	-12,6	-8,9	-1,8
II	-31,5	-38,5	-24,3	-16,5	-24,5	11,2	-13,9	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9
III	-31,0	-39,7	-22,3	-10,4	-16,4	8,7	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8
IV	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,5	-1,3	-4,2	-3,4	3,6
2013 Sep	-28,3	-36,9	-19,8	-6,8	-11,0	7,2	-2,3	-3,2	-5,5	-7,2	3,2
Oct	-29,1	-38,9	-19,2	-7,7	-11,2	5,6	-6,5	-3,6	-6,6	-6,9	2,7
Nov	-30,4	-39,5	-21,3	-7,7	-11,2	7,8	-4,2	-0,8	-4,0	-2,8	4,4
Dic	-26,4	-34,8	-18,0	-5,0	-9,1	6,4	0,3	0,4	-2,1	-0,4	3,6
2014 Ene	-29,8	-41,3	-18,4	-3,4	-8,1	5,9	3,7	2,4	-0,6	-0,2	8,0
Feb	-28,5	-37,4	-19,6	-2,9	-4,2	6,1	1,5	3,2	0,3	1,8	7,7

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

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período a partir de 1990.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

## 5.3 Mercado de trabajo <sup>1), 2)</sup>

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 1. Empleo

	Por situación profesional			Por rama de actividad									
	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>nivel (miles)</i>													
2012	147.068	125.725	21.343	5.044	23.104	9.546	36.170	4.066	4.078	1.302	18.333	34.575	10.851
<i>porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2012	100,0	85,5	14,5	3,4	15,7	6,5	24,6	2,8	2,8	0,9	12,5	23,5	7,4
<i>tasas de variación interanual</i>													
2010	-0,5	-0,5	-0,5	-1,0	-2,8	-4,0	-0,5	-1,7	-1,1	0,0	2,0	0,9	0,6
2011	0,2	0,3	-0,3	-2,1	0,0	-3,8	0,6	1,2	-0,4	0,3	2,5	0,3	0,1
2012	-0,6	-0,7	-0,1	-2,0	-1,0	-4,6	-0,8	1,2	-0,4	-0,6	0,7	-0,3	0,7
2012 IV	-0,7	-0,8	0,0	-2,1	-1,4	-5,0	-1,0	1,6	-0,8	-1,2	0,5	-0,2	1,3
2013 I	-1,0	-1,0	-1,0	-3,0	-1,6	-5,6	-1,1	0,5	-1,1	-1,6	0,3	-0,2	0,5
II	-1,0	-1,0	-0,6	-1,4	-1,5	-6,2	-1,0	0,2	-1,0	-2,1	0,4	-0,3	0,3
III	-0,8	-0,9	-0,5	-0,8	-1,7	-4,6	-0,8	0,5	-0,4	-0,4	0,0	-0,2	-0,1
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2012 IV	-0,3	-0,4	0,0	-0,9	-1,6	-0,4	0,8	-0,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,1	-0,1
2013 I	-0,5	-0,5	-0,4	-1,4	-0,5	-1,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,7	-0,6	-0,2	0,0
II	-0,1	-0,1	0,1	1,9	-0,4	-1,1	0,0	0,1	-0,1	0,5	0,5	-0,2	-0,1
III	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>nivel (millones)</i>													
2012	231.353	186.256	45.097	10.073	36.323	16.626	60.198	6.525	6.430	2.009	28.577	49.334	15.257
<i>porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2012	100,0	80,5	19,5	4,4	15,7	7,2	26,0	2,8	2,8	0,9	12,4	21,3	6,6
<i>tasas de variación interanual</i>													
2010	-0,1	0,0	-0,5	-1,3	-0,4	-4,1	-0,3	-0,9	-0,6	1,0	2,7	0,9	0,3
2011	0,2	0,4	-0,7	-3,1	0,7	-3,9	0,3	1,4	-0,2	0,9	2,7	0,5	0,0
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,9	-2,0	-6,1	-1,6	0,6	-0,8	-1,4	0,4	-0,5	-0,1
2012 IV	-1,5	-1,5	-1,7	-2,8	-2,5	-6,1	-1,9	0,9	-1,8	-2,1	-0,1	-0,1	0,2
2013 I	-2,3	-2,3	-2,0	-3,0	-3,5	-8,0	-2,0	0,0	-2,2	-2,1	-0,8	-1,0	-1,1
II	-0,8	-0,9	-0,4	-1,1	-0,6	-5,2	-0,8	0,5	-1,0	-1,7	0,3	-0,2	-0,4
III	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0	-0,6	-4,2	-0,8	-0,2	-0,5	-0,7	-0,6	-0,3	-0,9
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2012 IV	-0,7	-0,6	-1,1	-0,8	-0,7	-1,9	-1,0	-0,1	-0,7	-1,3	-0,7	0,2	-0,8
2013 I	-1,0	-1,0	-0,8	-0,5	-1,2	-2,4	-0,8	0,0	-0,2	-0,1	-1,0	-0,9	-0,5
II	0,7	0,6	0,9	0,8	1,4	0,6	0,7	0,3	0,3	1,0	0,8	0,4	-0,1
III	0,1	0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,5	0,3	-0,4	0,1	-0,3	0,3	0,1	0,4
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>nivel (miles)</i>													
2012	1.573	1.481	2.113	1.997	1.572	1.742	1.664	1.605	1.577	1.543	1.559	1.427	1.406
<i>tasas de variación interanual</i>													
2010	0,4	0,5	0,0	-0,3	2,5	-0,1	0,2	0,8	0,4	1,0	0,7	0,0	-0,3
2011	0,0	0,1	-0,5	-1,0	0,7	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,7	0,2	0,2	-0,1
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
2012 IV	-0,8	-0,7	-1,6	-0,7	-1,2	-1,2	-1,0	-0,7	-0,9	-1,0	-0,6	0,1	-1,1
2013 I	-1,3	-1,3	-1,0	-0,1	-2,0	-2,5	-0,8	-0,5	-1,2	-0,6	-1,1	-0,8	-1,6
II	0,2	0,1	0,3	0,3	0,9	1,1	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,2	0,2	-0,7
III	0,0	0,1	-0,5	-0,2	1,1	0,5	0,0	-0,7	-0,1	-0,3	-0,6	-0,1	-0,8
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2012 IV	-0,4	-0,2	-1,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,6	-0,8	-0,6	-0,7	-0,4	0,1	-0,7
2013 I	-0,5	-0,5	-0,3	0,9	-0,8	-0,8	-0,4	0,2	-0,2	0,7	-0,4	-0,8	-0,5
II	0,7	0,7	0,7	-1,1	1,8	1,7	0,7	0,2	0,5	0,5	0,3	0,6	0,0
III	0,1	0,1	0,2	-0,1	0,3	-0,2	0,3	-0,3	0,2	-0,7	0,0	0,0	0,3

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

2) Los datos se refieren al Euro-18.

### 5.3 Mercado de trabajo

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

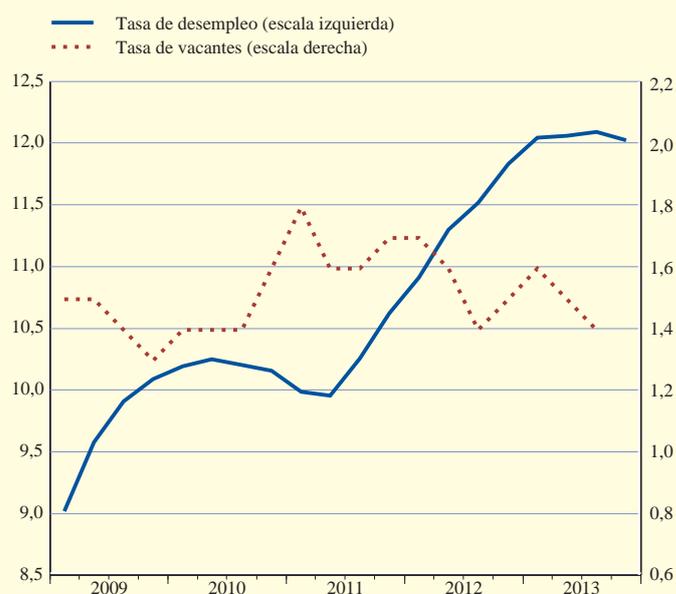
	Desempleo										Tasa de vacantes <sup>2),3)</sup>
	Total		Por grupos de edad <sup>4)</sup>				Por sexo <sup>5)</sup>				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total en 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	16,142	10,2	12,821	9,0	3,320	21,1	8,723	10,1	7,418	10,4	1,5
2011	16,197	10,2	12,960	9,0	3,237	21,0	8,634	10,0	7,564	10,5	1,7
2012	18,211	11,4	14,702	10,2	3,508	23,1	9,775	11,2	8,436	11,6	1,6
2013	19,288	12,1	15,728	10,8	3,560	24,0	10,356	11,9	8,932	12,2	.
2012 IV	18,939	11,8	15,338	10,6	3,601	23,9	10,171	11,7	8,768	12,0	1,5
2013 I	19,258	12,0	15,656	10,8	3,601	24,0	10,350	11,9	8,907	12,2	1,6
II	19,301	12,1	15,751	10,9	3,551	23,8	10,355	11,9	8,946	12,2	1,5
III	19,359	12,1	15,814	10,9	3,545	24,0	10,426	12,0	8,933	12,2	1,4
IV	19,235	12,0	15,692	10,8	3,544	24,0	10,292	11,9	8,944	12,2	.
2013 Ago	19,367	12,1	15,829	10,9	3,538	24,0	10,442	12,0	8,925	12,2	-
Sep	19,380	12,1	15,823	10,9	3,557	24,0	10,415	12,0	8,965	12,2	-
Oct	19,275	12,0	15,727	10,8	3,547	24,0	10,323	11,9	8,951	12,2	-
Nov	19,273	12,0	15,723	10,8	3,550	24,1	10,316	11,9	8,957	12,2	-
Dic	19,158	12,0	15,625	10,8	3,534	24,0	10,236	11,8	8,923	12,2	-
2014 Ene	19,175	12,0	15,636	10,8	3,539	24,0	10,235	11,8	8,940	12,2	-

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

(tasas de variación interanual)



#### G29 Desempleo y tasas de vacantes <sup>2), 3)</sup>



Fuente: Eurostat.

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

2) Los datos se refieren al Euro-18.

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

4) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta los 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

5) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.



# FINANZAS PÚBLICAS

## 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Recursos

	Total		Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuest. directos			Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE		Cotizaciones sociales	Empleados		Ventas	Impuest. sobre el capital		
			Hogares	Empresas	6		7	8		9	10				
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6	
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,8	
2006	45,3	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,3	
2007	45,3	45,1	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3	
2008	45,1	44,9	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,2	0,3	40,9	
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	40,6	
2010	44,8	44,6	11,6	8,9	2,5	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,5	
2011	45,4	45,0	11,9	9,1	2,7	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,9	
2012	46,2	46,0	12,4	9,6	2,7	13,3	0,3	15,9	8,3	4,7	2,6	0,2	0,3	41,8	

### 2. Zona del euro – Empleos

	Total		Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>	
	1	2	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		
														3
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
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	24,2	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	51,3	47,0	11,1	5,7	2,9	27,4	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,9	5,7	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,6	1,9	0,0	48,2
2011	49,5	46,0	10,6	5,5	3,0	26,8	23,9	1,7	0,4	3,5	2,3	1,2	0,0	46,5
2012	49,9	46,2	10,5	5,5	3,1	27,1	24,3	1,6	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,8

### 3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	Total	Admone. Centrales	Admone. Regionales	Admone. Locales	Admone. Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo colectivo	Consumo individual
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
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	5,3	1,9	2,3	7,9	12,5
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	1,9	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	13,8
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,1	10,9	5,7	5,9	2,1	2,6	8,4	13,6
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,6	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,4
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	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
2009	-5,6	-3,1	-2,0	-13,7	-15,7	-11,1	-7,5	-5,5	-6,1	-9,8	-0,7	-3,7	-5,6	-4,1	-10,2	-6,3	-8,0	-2,5
2010	-3,7	-4,2	0,2	-30,6	-10,7	-9,6	-7,1	-4,5	-5,3	-8,1	-0,8	-3,5	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-0,8	1,1	-13,1	-9,5	-9,6	-5,3	-3,8	-6,3	-3,6	0,1	-2,8	-4,3	-2,5	-4,3	-6,3	-5,1	-0,7
2012	-4,0	0,1	-0,2	-8,2	-9,0	-10,6	-4,8	-3,0	-6,4	-1,3	-0,6	-3,3	-4,1	-2,5	-6,4	-3,8	-4,5	-1,8

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

- 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.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

## 6.2 Deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores				Otros acreedores <sup>3)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>			Resto de sectores	
						Total	IFM	Otras instituciones financieras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	20,5	11,3	8,4	29,1
2004	69,7	2,2	12,2	4,8	50,5	38,7	19,7	11,2	7,9	30,9
2005	70,5	2,4	12,3	4,5	51,3	37,0	19,0	11,3	6,8	33,5
2006	68,7	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	19,1	9,3	6,5	33,7
2007	66,4	2,2	11,3	3,9	48,9	32,7	17,8	8,6	6,3	33,6
2008	70,2	2,3	11,6	6,5	49,8	33,2	18,4	7,9	6,9	37,0
2009	80,0	2,5	12,7	8,3	56,5	37,4	21,4	9,2	6,8	42,6
2010	85,4	2,4	15,4	7,3	60,3	40,5	24,4	10,6	5,6	44,9
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,7	24,5	11,4	6,8	44,6
2012	90,6	2,6	17,3	6,8	64,0	45,6	26,5	12,6	6,5	45,1

### 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
2003	69,2	56,7	6,5	5,1	1,0	7,9	61,4	5,0	14,9	26,1	28,3	68,4	0,9
2004	69,7	56,7	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,7	1,0
2005	70,5	57,2	6,7	5,2	1,4	7,8	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,7	55,4	6,5	5,3	1,4	7,3	61,4	4,3	14,3	24,2	30,1	68,0	0,7
2007	66,4	53,5	6,3	5,3	1,4	7,1	59,2	4,2	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,2	56,9	6,7	5,3	1,3	10,0	60,2	4,9	17,7	23,5	29,1	69,2	1,0
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	68,0	5,0	19,5	27,3	33,2	78,8	1,2
2010	85,4	69,3	8,4	5,9	1,9	13,0	72,4	5,1	21,2	29,3	34,9	84,2	1,2
2011	87,3	70,7	8,5	5,9	2,2	12,6	74,7	6,1	20,8	30,4	36,1	85,6	1,7
2012	90,6	73,6	8,8	6,0	2,3	11,7	78,9	7,3	20,0	32,2	38,4	88,7	2,0

### 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
2009	95,7	74,5	7,1	64,4	129,7	54,0	79,2	116,4	58,5	36,9	15,5	66,5	60,8	69,2	83,7	35,2	35,6	43,5
2010	95,7	82,5	6,7	91,2	148,3	61,7	82,4	119,3	61,3	44,4	19,5	66,8	63,4	72,3	94,0	38,7	41,0	48,7
2011	98,0	80,0	6,1	104,1	170,3	70,5	85,8	120,7	71,5	41,9	18,7	69,5	65,7	72,8	108,2	47,1	43,4	49,2
2012	99,8	81,0	9,8	117,4	156,9	86,0	90,2	127,0	86,6	40,6	21,7	71,3	71,3	74,0	124,1	54,4	52,4	53,6

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda por países.

- 1) Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP a su valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado. Los datos son estimaciones parciales.
- 2) Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes en países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

## 6.3 Variación de la deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación			Instrumentos financieros				Sectores tenedores			
		Necesidad de financiación <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>5)</sup>	Sectores tenedores		Otros acreedores <sup>6)</sup>
										IFM	Otras sociedades financieras	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	0,0	0,3	3,0
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	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,3	1,0	-0,5	4,1
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	1,0	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,1	3,6	1,6	3,4
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,3	0,8	1,1	0,9
2012	3,9	5,3	-1,4	0,0	0,2	2,0	-0,5	2,2	3,1	2,1	1,2	0,7

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

Variación de la deuda	Déficit (-)/superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda <sup>7)</sup>												
		Total	Operaciones con los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>8)</sup>	
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores <sup>9)</sup>	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	3,2	-2,9	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
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	5,3	-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	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-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	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,0	-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	1,3	0,2	0,5	0,0	0,6	-0,2	0,3	-1,4	0,0	0,0	0,3

Fuente: BCE.

- Los datos son estimaciones parciales. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t). Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado.
- La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes en países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- Excluye los derivados financieros.

## 6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2007 III	43,7	43,2	12,3	12,4	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,7
IV	49,1	48,6	14,7	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,5
2008 I	42,5	42,2	10,9	12,4	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,3
II	45,3	44,9	12,9	12,3	15,1	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
III	43,4	43,0	12,1	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,7	48,2	13,9	13,3	16,4	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 I	42,6	42,5	10,5	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,4
II	45,3	44,8	11,9	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
III	42,9	42,5	10,9	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
IV	48,5	47,7	12,9	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,4
2010 I	42,5	42,3	10,2	12,4	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,3
II	45,2	44,7	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,3
III	43,1	42,7	10,9	12,5	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
IV	48,3	47,6	13,1	13,2	16,4	2,9	1,0	0,7	0,3	43,0
2011 I	43,2	42,9	10,7	12,6	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,9
II	45,3	45,0	12,1	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,4
III	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
IV	49,0	47,9	13,4	13,1	16,7	2,8	1,0	1,1	0,4	43,6
2012 I	43,7	43,5	11,0	12,8	15,4	2,5	1,0	0,3	0,2	39,4
II	46,2	45,9	12,6	12,8	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,4
III	44,7	44,3	11,9	12,7	15,5	2,6	0,8	0,4	0,3	40,4
IV	50,2	49,5	14,1	13,6	17,0	2,9	1,0	0,7	0,3	44,9
2013 I	44,3	44,1	11,3	12,8	15,7	2,5	1,0	0,3	0,3	40,0
II	47,5	47,0	13,3	13,0	15,7	2,6	1,4	0,5	0,4	42,4
III	45,2	44,7	12,2	12,7	15,5	2,5	0,7	0,5	0,4	40,8

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

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 III	44,6	41,0	9,6	4,8	2,9	23,8	20,6	1,2	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
IV	49,3	44,8	10,8	5,9	2,9	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	-0,1	2,8
2008 I	45,4	41,8	9,8	4,5	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-2,9	0,1
II	46,0	42,4	10,3	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
III	45,8	42,1	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
IV	51,3	46,8	11,3	6,3	2,9	26,3	22,3	1,4	4,6	2,9	1,6	-2,6	0,3
2009 I	49,3	45,5	10,7	5,1	2,8	27,0	23,0	1,3	3,9	2,6	1,2	-6,7	-3,9
II	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,4	-2,3
III	50,1	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
IV	54,7	49,8	11,8	6,7	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,1	-3,3
2010 I	50,4	46,5	10,7	5,1	2,7	28,0	23,7	1,4	3,9	2,4	1,5	-7,9	-5,2
II	49,7	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,4	-1,5
III	50,5	45,2	10,3	5,4	2,7	26,9	23,2	1,3	5,3	2,6	2,7	-7,4	-4,7
IV	53,5	48,8	11,5	6,7	2,9	27,7	23,7	1,5	4,7	2,7	2,0	-5,2	-2,3
2011 I	48,5	45,3	10,3	5,0	2,9	27,2	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,3	-2,4
II	48,6	45,3	10,7	5,3	3,2	26,2	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,3	0,0
III	48,0	44,5	10,1	5,2	2,9	26,4	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,5
IV	52,8	48,7	11,3	6,6	3,2	27,7	23,7	1,5	4,0	2,5	1,8	-3,8	-0,6
2012 I	48,1	45,4	10,2	4,9	3,0	27,3	23,3	1,2	2,7	2,0	0,8	-4,3	-1,4
II	49,2	45,9	10,6	5,3	3,3	26,7	23,2	1,2	3,3	2,1	1,2	-2,9	0,4
III	48,4	44,9	10,1	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,6	2,2	1,3	-3,7	-0,9
IV	53,9	48,9	11,1	6,5	3,2	28,1	24,1	1,4	5,1	2,3	2,8	-3,8	-0,6
2013 I	48,9	46,2	10,3	5,0	2,8	28,1	23,8	1,2	2,7	1,8	1,1	-4,6	-1,7
II	49,6	46,2	10,5	5,3	3,1	27,2	23,6	1,2	3,5	2,0	1,4	-2,1	1,0
III	48,6	45,3	10,0	5,3	2,8	27,2	23,6	1,2	3,3	2,2	1,1	-3,4	-0,5

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

- Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

## 6.5 Deuda trimestral y variación de la deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Deuda según los criterios de Maastricht por instrumento financiero

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2010 IV	85,4	2,4	15,4	7,3	60,3
2011 I	86,3	2,4	15,2	7,4	61,2
II	87,2	2,4	14,9	7,5	62,3
III	86,8	2,4	15,1	7,8	61,4
IV	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1
2012 I	88,2	2,5	15,8	7,6	62,3
II	89,9	2,5	16,7	7,3	63,4
III	90,0	2,5	16,5	7,2	63,7
IV	90,6	2,6	17,3	6,8	64,0
2013 I	92,3	2,6	16,9	7,1	65,8
II	93,4	2,5	16,9	6,9	67,1
III	92,7	2,5	16,6	6,9	66,6

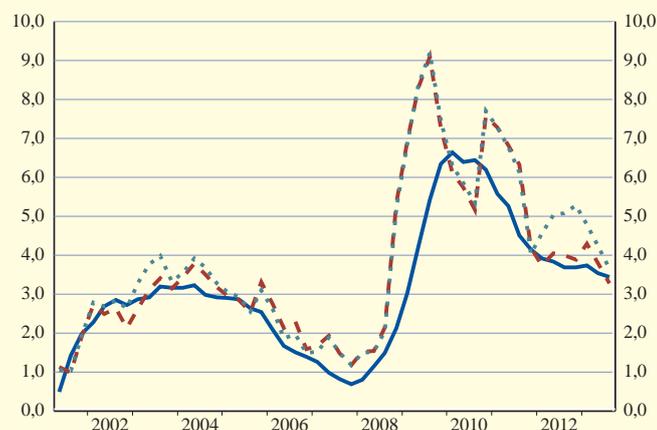
### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	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
2010 IV	11,6	-5,2	6,4	5,7	-0,4	1,7	4,4	0,0	0,0	0,8	11,6
2011 I	6,9	-5,3	1,6	0,7	2,1	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,8	6,7
II	5,9	-3,3	2,6	2,5	2,8	0,5	-0,3	-0,5	0,1	0,0	5,8
III	0,9	-4,3	-3,4	-3,7	-3,6	-0,5	0,2	0,2	0,5	-0,2	0,4
IV	3,2	-3,8	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,2	3,4
2012 I	5,0	-4,3	0,6	3,5	4,2	-0,2	-0,6	0,0	-3,8	0,9	8,7
II	7,1	-2,9	4,2	3,9	1,6	0,9	0,6	0,7	-0,5	0,9	7,7
III	0,7	-3,7	-3,0	-2,1	-2,1	0,5	-0,6	0,1	0,1	-1,0	0,6
IV	2,8	-3,8	-1,0	-0,4	-2,7	0,4	0,4	1,5	-1,4	0,7	4,1
2013 I	6,6	-4,6	2,1	1,8	1,6	0,0	-0,2	0,5	-0,1	0,3	6,7
II	5,2	-2,1	3,1	3,4	3,3	0,3	0,0	-0,2	-0,3	0,1	5,5
III	-1,4	-3,4	-4,8	-4,5	-3,4	-0,8	0,0	-0,3	0,3	-0,6	-1,7

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

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

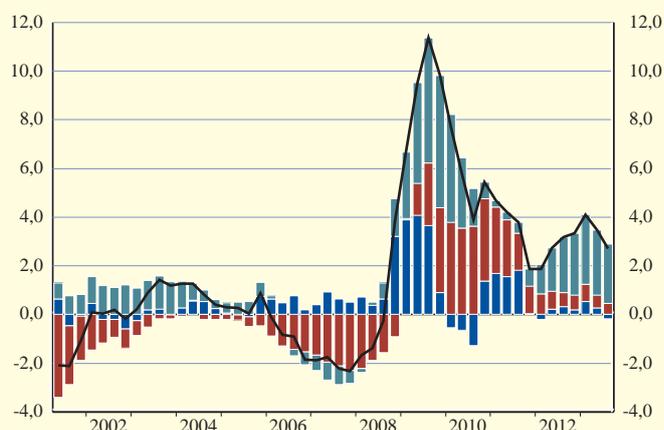
— Déficit  
- - - Variación de la deuda  
... Necesidad de financiación



### 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 de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	8,2	2,3	72,7	39,4	-106,3	11,0	19,2	-44,2	-85,8	231,1	-5,3	-173,9	-10,3	25,0
2012	126,2	94,9	88,7	49,3	-106,8	5,0	131,2	-140,9	-3,6	72,3	3,4	-199,2	-13,9	9,8
2013	216,7	173,4	105,4	62,5	-124,7	18,1	234,8	-246,5	-116,7	142,2	13,5	-281,2	-4,3	11,7
2012 IV	61,9	35,0	22,1	18,7	-14,0	6,3	68,2	-100,2	-27,6	72,9	25,4	-168,1	-2,8	32,0
2013 I	24,6	30,7	17,5	18,5	-42,1	1,8	26,4	-25,1	-24,0	16,5	8,4	-26,0	0,0	-1,2
II	56,1	51,3	28,8	6,8	-30,8	5,5	61,6	-58,8	-55,6	67,1	-0,6	-68,5	-1,2	-2,8
III	48,9	39,5	31,4	12,8	-34,8	4,5	53,4	-58,3	-27,8	3,9	5,6	-37,1	-2,9	4,9
IV	87,0	52,0	27,6	24,4	-17,0	6,4	93,4	-104,3	-9,4	54,7	0,2	-149,5	-0,3	10,9
2012 Dic	27,3	11,1	9,6	7,0	-0,4	1,7	29,1	-38,5	3,8	-4,3	9,5	-48,3	0,8	9,5
2013 Ene	-6,8	-2,7	4,5	4,7	-13,3	0,1	-6,7	4,7	-10,9	26,9	4,6	-11,1	-4,8	2,0
Feb	9,0	11,2	5,9	7,7	-15,9	1,1	10,1	-11,1	2,2	-13,9	2,7	-4,6	2,6	0,9
Mar	22,4	22,2	7,1	6,1	-13,0	0,5	22,9	-18,8	-15,3	3,6	1,1	-10,4	2,3	-4,2
Abr	14,8	16,3	8,0	1,2	-10,7	1,8	16,6	-20,7	-18,6	-0,1	-5,8	3,8	0,0	4,1
May	11,3	16,9	8,9	-4,7	-9,7	2,6	13,9	-12,7	-16,6	37,9	-8,3	-25,2	-0,6	-1,2
Jun	30,0	18,0	11,9	10,4	-10,3	1,1	31,1	-25,5	-20,5	29,3	13,5	-47,1	-0,6	-5,6
Jul	24,0	18,8	12,4	4,5	-11,7	2,5	26,5	-25,8	7,9	-31,8	-2,6	0,6	0,2	-0,8
Ago	10,2	7,1	7,9	6,9	-11,8	1,5	11,7	-10,2	-1,0	17,2	6,5	-31,1	-2,0	-1,5
Sep	14,7	13,5	11,2	1,3	-11,3	0,5	15,2	-22,3	-34,7	18,5	1,7	-6,6	-1,1	7,1
Oct	26,6	19,2	9,9	6,2	-8,7	2,3	28,9	-27,5	-1,7	2,1	2,8	-31,6	0,9	-1,3
Nov	27,2	18,9	7,6	6,3	-5,6	1,7	28,9	-27,1	-11,8	59,4	-4,9	-70,1	0,2	-1,8
Dic	33,2	13,9	10,1	11,9	-2,7	2,3	35,6	-49,6	4,1	-6,8	2,3	-47,8	-1,3	14,0
<i>12-month cumulated transactions</i>														
2013 Dic	216,7	173,4	105,4	62,5	-124,7	18,1	234,8	-246,5	-116,7	142,2	13,5	-281,2	-4,3	11,7
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>														
2013 Dic	2,3	1,8	1,1	0,7	-1,3	0,2	2,5	-2,6	-1,2	1,5	0,1	-2,9	0,0	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

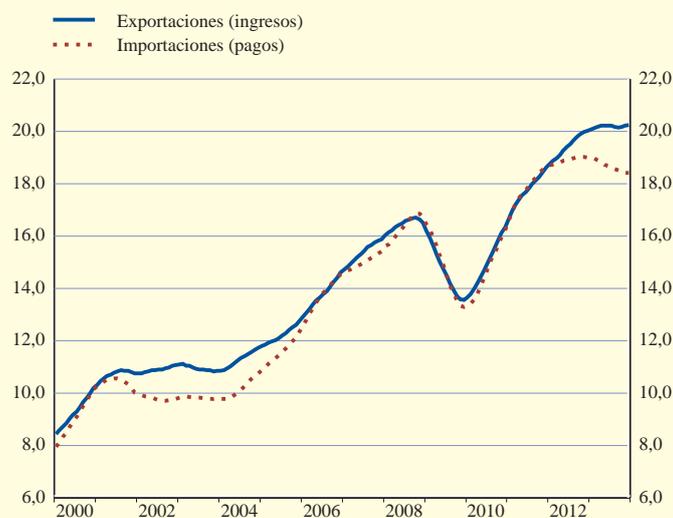
(mm de euros; transacciones)

### 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	Remesas de trabajadores			Remesas de trabajadores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2011	3.018,1	3.009,9	8,2	1.789,1	1.786,7	584,3	511,6	549,9	510,5	94,8	6,5	201,1	27,2	25,2	14,2
2012	3.179,0	3.052,7	126,2	1.919,5	1.824,6	626,6	537,9	535,5	486,1	97,3	6,8	204,1	26,0	28,8	23,8
2013	3.195,0	2.978,3	216,7	1.935,5	1.762,1	651,6	546,2	512,3	449,8	95,6	.	220,3	.	29,4	11,3
2012 IV	816,5	754,6	61,9	489,5	454,5	161,8	139,7	131,9	113,1	33,3	1,7	47,3	6,7	10,7	4,5
2013 I	765,2	740,6	24,6	470,6	439,9	144,9	127,3	122,0	103,5	27,8	1,6	69,9	5,9	5,9	4,2
II	813,4	757,2	56,1	489,7	438,4	164,4	135,7	139,2	132,4	20,0	1,9	50,8	6,2	7,7	2,3
III	798,5	749,6	48,9	479,2	439,7	175,0	143,5	126,9	114,1	17,5	1,8	52,3	6,4	6,5	2,0
IV	817,9	730,9	87,0	496,1	444,1	167,3	139,7	124,2	99,8	30,3	.	47,3	.	9,2	2,9
2013 Oct	277,1	250,5	26,6	176,1	156,9	56,7	46,7	38,2	32,0	6,2	-	14,9	-	2,8	0,6
Nov	265,4	238,2	27,2	166,2	147,3	51,9	44,3	38,8	32,5	8,5	-	14,1	-	2,3	0,5
Dic	275,4	242,2	33,2	153,8	139,9	58,7	48,6	47,2	35,4	15,6	-	18,3	-	4,1	1,8
	<i>Seasonally adjusted</i>														
2013 II	805,7	744,2	61,5	485,9	438,3	163,5	138,1	131,6	114,3	24,7	-	53,5	-	-	-
III	797,4	754,7	42,7	478,2	441,0	165,3	137,8	129,8	119,5	24,2	-	56,4	-	-	-
IV	803,3	736,6	66,8	493,0	442,8	164,5	136,4	123,2	104,2	22,5	-	53,2	-	-	-
2013 Oct	265,6	243,4	22,2	162,9	146,3	54,8	44,7	40,3	35,5	7,5	-	17,0	-	-	-
Nov	269,3	246,0	23,3	165,7	147,0	55,0	45,6	41,3	36,4	7,3	-	17,0	-	-	-
Dic	268,5	247,2	21,3	164,5	149,5	54,7	46,0	41,6	32,3	7,7	-	19,3	-	-	-
	<i>12-month cumulated transactions</i>														
2013 Dic	3.200,3	2.979,0	221,3	1.940,5	1.764,7	651,5	546,6	511,6	450,3	96,7	-	217,4	-	-	-
	<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>														
2013 Dic	33,4	31,1	2,3	20,3	18,4	6,8	5,7	5,3	4,7	1,0	-	2,3	-	-	-

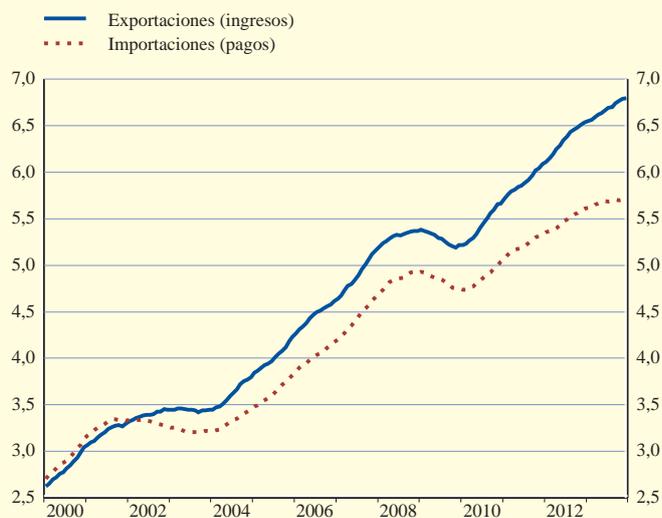
### G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



### G35 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

### 2. Cuenta de rentas

(transacciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones			Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2010	25,1	12,4	472,7	447,4	247,2	47,2	153,6	46,0	23,4	24,3	28,8	83,8	95,7	120,9	77,6	64,7
2011	27,2	12,8	522,7	497,7	271,9	38,1	171,6	58,4	40,3	35,0	36,2	98,5	97,3	124,3	77,1	68,2
2012	28,8	13,2	506,7	472,9	251,5	49,7	155,4	16,2	44,4	38,2	43,0	104,0	99,2	117,1	68,6	58,2
2012 III	7,1	3,9	124,3	110,1	61,1	17,4	37,7	12,4	11,3	9,0	10,0	20,4	25,2	29,2	16,7	13,8
IV	7,5	3,3	124,3	109,8	64,0	6,2	37,5	-15,0	11,5	10,4	8,0	20,3	24,8	27,9	16,1	13,7
2013 I	7,1	2,5	114,9	101,0	57,4	24,1	34,3	15,4	9,9	7,9	7,5	17,5	24,6	28,6	15,4	12,6
II	7,4	3,5	131,9	128,9	64,6	2,9	33,6	0,7	10,1	7,6	14,5	45,2	25,1	28,3	17,5	14,2
III	7,3	4,0	119,6	110,1	58,2	17,4	37,0	14,5	10,1	9,4	12,2	24,2	24,8	27,7	14,3	11,7

### 3. Desagregación geográfica

(transacciones acumuladas)

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE <sup>1)</sup>	Instituciones de la UE									
IV 2012 a III 2013	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Ingresos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	3.193,6	1.013,0	55,0	96,9	482,6	316,2	62,3	64,9	46,7	155,1	39,3	68,5	124,3	251,0	426,5	1.004,2
Bienes	1.928,9	602,9	35,8	57,8	260,4	248,8	0,2	34,1	24,2	118,4	28,6	43,8	87,9	131,0	223,2	635,0
Servicios	646,1	199,2	12,6	19,8	123,2	36,9	6,8	10,8	11,0	23,3	8,0	14,6	21,6	62,0	97,6	198,1
Rentas	519,9	147,7	5,6	17,2	87,4	27,4	10,0	19,5	10,7	12,7	2,5	9,4	14,2	48,4	99,8	155,1
Rentas de la inversión	490,7	139,9	4,8	17,1	85,8	26,6	5,7	19,5	10,7	12,6	2,4	9,4	14,1	33,1	98,4	150,6
Transferencias corrientes	98,6	63,3	1,0	2,2	11,6	3,2	45,3	0,5	0,8	0,7	0,2	0,7	0,6	9,7	6,0	16,0
<b>Cuenta de capital</b>	31,0	26,9	0,0	0,0	1,3	0,4	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	1,0	0,4	2,4
<b>Pagos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	3.002,0	957,2	53,6	92,8	406,6	286,9	117,3	39,3	29,1	-	35,8	90,9	156,3	211,3	394,2	-
Bienes	1.772,5	507,0	30,4	51,3	197,1	228,2	0,0	26,6	14,0	195,5	26,6	43,6	140,1	104,9	147,9	566,1
Servicios	546,2	160,4	8,9	15,4	92,3	43,5	0,3	5,4	7,2	16,1	7,3	9,2	11,0	50,2	109,4	169,9
Rentas	463,1	156,7	13,0	24,4	105,2	9,6	4,5	5,9	5,9	-	0,9	37,3	4,2	46,6	130,8	-
Rentas de la inversión	449,7	149,7	12,9	24,3	103,7	4,3	4,5	5,8	5,7	-	0,7	37,1	4,0	46,1	129,7	-
Transferencias corrientes	220,2	133,1	1,2	1,8	12,0	5,7	112,4	1,3	2,0	3,2	0,9	0,7	1,0	9,7	6,1	62,1
<b>Cuenta de capital</b>	13,0	3,9	0,1	0,1	3,1	0,5	0,2	0,2	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,7	1,1	6,3
<b>Neto</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	191,5	55,9	1,5	4,1	76,0	29,3	-55,0	25,6	17,6	-	3,5	-22,3	-32,0	39,7	32,2	-
Bienes	156,4	95,9	5,4	6,5	63,2	20,6	0,2	7,4	10,2	-77,1	2,0	0,1	-52,3	26,1	75,3	68,8
Servicios	99,9	38,8	3,7	4,4	30,9	-6,6	6,4	5,4	3,7	7,3	0,7	5,4	10,6	11,7	-11,9	28,1
Rentas	56,8	-9,1	-7,4	-7,2	-17,8	17,8	5,6	13,7	4,9	-	1,6	-27,9	10,0	1,8	-31,0	-
Rentas de la inversión	40,9	-9,8	-8,1	-7,2	-17,9	22,3	1,2	13,7	5,0	-	1,7	-27,7	10,1	-13,1	-31,3	-
Transferencias corrientes	-121,6	-69,8	-0,2	0,4	-0,3	-2,5	-67,1	-0,8	-1,2	-2,5	-0,7	0,0	-0,3	0,0	-0,2	-46,1
<b>Cuenta de capital</b>	18,0	22,9	0,0	0,0	-1,8	0,0	24,8	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,6	-3,9

Fuente: BCE.

1) Excluida Croacia.

## 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>b)</sup>			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2010	15.183,9	16.474,3	-1.290,4	165,6	179,7	-14,1	4.930,6	3.891,9	4.898,7	7.471,2	-31,1	4.794,5	5.111,2	591,2
2011	15.892,7	17.348,1	-1.455,4	168,6	184,1	-15,4	5.633,2	4.339,5	4.750,9	7.721,5	-29,7	4.871,2	5.287,0	667,1
2012	16.636,5	17.899,5	-1.262,9	175,4	188,7	-13,3	5.881,3	4.444,6	5.265,0	8.375,5	-17,6	4.818,4	5.079,3	689,4
2013 I	17.085,0	18.258,0	-1.173,0	180,3	192,6	-12,4	5.957,5	4.501,4	5.535,1	8.621,7	-28,0	4.932,6	5.134,9	687,8
II	16.886,5	18.194,8	-1.308,3	177,7	191,5	-13,8	6.145,7	4.633,2	5.368,7	8.551,9	-47,5	4.855,2	5.009,7	564,3
III	16.818,0	18.092,8	-1.274,8	176,3	189,7	-13,4	6.069,2	4.596,8	5.463,5	8.676,2	-40,5	4.739,0	4.819,8	586,8
<b>Variaciones de los saldos vivos</b>														
2009	504,2	387,6	116,6	5,7	4,3	1,3	497,0	272,5	513,7	896,9	-0,9	-591,0	-781,8	85,4
2010	1.444,8	1.248,7	196,0	15,8	13,6	2,1	517,7	359,3	557,8	607,4	-29,8	267,3	282,0	131,6
2011	708,8	873,8	-165,0	7,5	9,3	-1,8	702,6	447,6	-147,8	250,3	1,4	76,7	175,8	75,9
2012	743,9	551,4	192,5	7,8	5,8	2,0	248,1	105,1	514,1	654,0	12,2	-52,8	-207,7	22,3
2013 II	-198,6	-63,2	-135,3	-8,3	-2,6	-5,7	188,2	131,8	-166,4	-69,8	-19,5	-77,4	-125,2	-123,5
III	-68,5	-102,0	33,5	-2,9	-4,3	1,4	-76,5	-36,4	94,8	124,3	7,0	-116,2	-189,9	22,4
<b>Transacciones</b>														
2009	-89,4	-74,4	-15,0	-1,0	-0,8	-0,2	352,9	285,9	96,0	342,8	-19,0	-514,7	-703,1	-4,6
2010	646,5	652,6	-6,0	7,1	7,1	-0,1	352,6	273,6	130,9	240,1	-10,3	162,8	138,9	10,5
2011	670,3	626,2	44,2	7,1	6,6	0,5	524,0	438,2	-53,2	177,9	5,3	183,9	10,0	10,3
2012	522,0	381,0	140,9	5,5	4,0	1,5	329,9	326,3	186,4	258,7	-3,4	-4,8	-204,0	13,9
2013 II	27,4	-31,5	58,8	1,1	-1,3	2,5	62,0	6,4	21,8	88,9	0,6	-58,2	-126,8	1,2
III	-16,4	-74,7	58,3	-0,7	-3,1	2,4	31,8	4,0	63,4	67,3	-5,6	-108,9	-146,0	2,9
IV	81,4	-22,9	104,3	3,3	-0,9	4,2	47,8	38,5	33,1	87,8	-0,2	0,3	-149,1	0,3
2013 Ago	14,9	4,6	10,2	-	-	-	27,0	26,1	-4,1	13,1	-6,5	-3,5	-34,5	2,0
Sep	-20,6	-42,9	22,3	-	-	-	4,8	-29,9	39,4	57,9	-1,7	-64,2	-70,8	1,1
Oct	88,6	61,1	27,5	-	-	-	21,8	20,1	6,7	8,8	-2,8	63,8	32,2	-0,9
Nov	70,5	43,4	27,1	-	-	-	19,8	8,0	11,7	71,1	4,9	34,4	-35,7	-0,2
Dic	-77,8	-127,4	49,6	-	-	-	6,3	10,3	14,7	7,9	-2,3	-97,8	-145,7	1,3
<b>Otros flujos</b>														
2009	593,6	462,0	131,6	6,7	5,2	1,5	144,1	-13,4	417,6	554,1	18,2	-76,3	-78,7	90,0
2010	798,2	596,2	202,1	8,7	6,5	2,2	165,2	85,8	426,9	367,3	-19,4	104,5	143,1	121,1
2011	38,4	247,6	-209,2	0,4	2,6	-2,2	178,6	9,4	-94,6	72,5	-3,9	-107,2	165,8	65,6
2012	221,9	170,4	51,5	2,3	1,8	0,5	-81,7	-221,2	327,7	395,3	15,6	-48,0	-3,7	8,4
<b>Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio</b>														
2009	-49,3	-56,1	6,8	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,6	-29,8	-34,5	.	-11,6	-27,2	-2,7
2010	477,4	325,0	152,4	5,2	3,5	1,7	143,4	35,0	160,0	128,5	.	160,9	161,5	13,1
2011	214,2	176,7	37,5	2,3	1,9	0,4	70,7	18,4	72,8	67,1	.	63,1	91,3	7,6
2012	-86,6	-91,4	4,8	-0,9	-1,0	0,1	-22,0	-5,6	-41,3	-37,5	.	-16,7	-48,3	-6,6
<b>Otros flujos debidos a variaciones de los precios</b>														
2009	634,8	492,7	142,1	7,1	5,5	1,6	147,4	29,4	423,5	463,4	18,2	.	.	45,8
2010	300,8	148,4	152,5	3,3	1,6	1,7	33,2	-0,8	185,5	149,2	-19,4	.	.	101,6
2011	-116,3	-249,1	132,8	-1,2	-2,6	1,4	-38,1	7,1	-133,7	-256,2	-3,9	.	.	59,4
2012	266,0	588,2	-322,2	2,8	6,2	-3,4	38,8	-6,4	194,7	594,6	15,6	.	.	16,9
<b>Otros flujos debidos a otros ajustes</b>														
2009	8,4	25,5	-17,1	0,1	0,3	-0,2	2,0	-48,3	24,0	124,6	.	-64,4	-50,8	46,9
2010	20,0	122,8	-102,7	0,2	1,3	-1,1	-11,4	51,6	81,4	89,6	.	-56,4	-18,4	6,4
2011	-59,4	320,0	-379,4	-0,6	3,4	-4,0	146,0	-16,0	-33,8	261,5	.	-170,3	74,5	-1,4
2012	42,5	-326,4	368,9	0,4	-3,4	3,9	-98,6	-209,2	174,3	-161,8	.	-31,3	44,6	-1,9
<b>Tasas de crecimiento de los saldos vivos</b>														
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,9	8,8	2,4	5,6	.	-10,1	-12,5	-1,3
2010	4,6	4,2	-	.	.	.	7,7	7,5	2,9	3,4	.	3,6	2,8	2,0
2011	4,5	3,8	-	.	.	.	10,7	11,2	-1,2	2,4	.	4,0	0,2	1,6
2012	3,3	2,2	-	.	.	.	5,9	7,6	3,8	3,3	.	-0,1	-3,8	2,0
2013 II	2,1	0,7	-	.	.	.	4,9	4,7	4,8	4,7	.	-3,2	-8,6	0,6
III	1,6	0,1	-	.	.	.	4,5	2,9	5,2	5,2	.	-4,8	-10,0	1,1
IV	1,8	0,3	-	.	.	.	3,4	1,8	4,2	4,3	.	-2,4	-7,8	0,7

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2011	5.633,2	4.229,4	283,2	3.946,2	1.403,7	13,3	1.390,5	4.339,5	3.089,1	99,9	2.989,1	1.250,5	11,3	1.239,2
2012	5.881,3	4.374,3	290,2	4.084,1	1.507,0	12,0	1.495,0	4.444,6	3.124,5	106,6	3.017,8	1.320,2	11,3	1.308,9
2013 II	6.145,7	4.532,6	277,3	4.255,2	1.613,2	12,3	1.600,9	4.633,2	3.215,0	108,2	3.106,8	1.418,2	12,3	1.406,0
III	6.069,2	4.486,3	276,5	4.209,8	1.582,9	12,2	1.570,7	4.596,8	3.198,3	108,6	3.089,7	1.398,6	12,0	1.386,6
<b>Transacciones</b>														
2010	352,6	233,1	23,5	209,6	119,5	1,1	118,4	273,6	293,4	11,0	282,4	-19,8	-5,8	-14,0
2011	524,0	444,1	25,8	418,3	80,0	-3,2	83,1	438,2	400,6	10,1	390,5	37,6	0,6	37,0
2012	329,9	190,0	-1,7	191,7	139,9	-0,3	140,2	326,3	246,2	8,2	238,0	80,1	0,1	80,1
2013 II	62,0	4,1	2,6	1,5	57,9	-0,8	58,6	6,4	-38,6	1,0	-39,6	44,9	0,2	44,7
III	31,8	44,3	2,5	41,7	-12,4	0,0	-12,5	4,0	10,4	1,8	8,5	-6,3	-0,1	-6,2
IV	47,8	34,1	3,9	30,2	13,8	0,2	13,6	38,5	32,0	2,7	29,3	6,5	0,4	6,1
2013 Ago	27,0	17,7	0,6	17,1	9,3	0,2	9,1	26,1	16,3	0,7	15,6	9,8	0,0	9,7
Sep	4,8	27,0	1,3	25,7	-22,2	0,1	-22,3	-29,9	-20,4	0,5	-20,9	-9,5	-0,1	-9,4
Oct	21,8	21,5	-0,2	21,7	0,3	0,0	0,3	20,1	19,0	0,4	18,6	1,1	-0,1	1,1
Nov	19,8	9,0	1,0	8,1	10,8	-0,1	10,8	8,0	6,8	1,6	5,1	1,3	-0,2	1,4
Dic	6,3	3,6	3,1	0,4	2,7	0,3	2,4	10,3	6,2	0,6	5,6	4,1	0,6	3,5
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2011	10,7	11,6	9,6	11,8	7,4	-19,9	7,8	11,2	13,7	10,7	13,8	3,9	0,9	3,9
2012	5,9	4,5	-0,6	4,9	10,0	-2,5	10,2	7,6	8,1	8,3	8,1	6,4	0,4	6,5
2013 II	4,9	3,0	0,9	3,1	10,7	5,2	10,7	4,7	5,8	7,7	5,7	2,1	19,7	2,0
III	4,5	3,2	1,4	3,3	8,5	3,9	8,6	2,9	4,4	7,0	4,3	-0,7	1,9	-0,8
IV	3,4	2,9	3,0	2,9	4,7	4,5	4,7	1,8	1,9	8,4	1,7	1,5	10,3	1,5

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

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



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

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



Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total		IFM		No IFM	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario						
	1	2	3	Euro-sistema	5	AAPP	7	8	9	10	11	12	13	Euro-sistema	15	16
				4		6								14		
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2011	4.750,9	1.693,8	59,3	2,6	1.634,5	39,4	2.587,2	721,2	16,1	1.866,1	96,0	469,8	302,5	58,8	167,4	0,5
2012	5.265,0	1.947,3	70,2	2,8	1.877,2	42,5	2.852,0	673,5	15,6	2.178,4	97,3	465,7	287,9	53,8	177,8	1,4
2013 II	5.368,7	2.073,9	93,7	3,1	1.980,2	47,6	2.824,5	632,0	15,8	2.192,5	92,7	470,3	281,9	61,9	188,4	0,2
III	5.463,5	2.171,6	114,2	3,1	2.057,4	48,5	2.826,0	617,8	16,4	2.208,2	91,4	465,9	289,4	58,4	176,5	0,1
Transacciones																
2010	130,9	75,2	-2,4	-0,7	77,6	1,9	100,4	-125,9	-0,6	226,3	51,5	-44,7	-64,0	-10,6	19,4	-1,9
2011	-53,2	-66,0	-10,7	-0,2	-55,4	-7,3	-21,4	-60,7	0,2	39,3	-2,8	34,2	25,9	10,4	8,3	0,2
2012	186,4	57,6	3,0	0,1	54,6	0,2	126,5	-38,8	-0,9	165,3	-8,5	2,3	-18,0	2,3	20,3	0,1
2013 II	21,8	13,9	3,8	0,0	10,1	0,8	8,8	-6,9	-0,6	15,7	-1,9	-0,9	-5,8	14,7	4,9	-0,3
III	63,4	42,9	16,4	0,0	26,5	0,1	18,3	-13,0	0,7	31,3	-1,6	2,2	8,2	-2,4	-6,0	0,0
IV	33,1	17,0	7,4	0,3	9,6	.	7,0	-11,0	1,0	18,0	.	9,0	12,5	1,7	-3,5	.
2013 Ago	-4,1	-2,2	1,9	0,0	-4,1	.	-1,8	-6,6	0,4	4,8	.	-0,2	3,4	-2,7	-3,6	.
Sep	39,4	28,1	10,3	0,0	17,7	.	7,5	-3,4	-0,1	10,9	.	3,8	3,5	0,2	0,3	.
Oct	6,7	9,5	2,2	0,0	7,3	.	0,6	-2,7	-0,1	3,3	.	-3,4	-5,7	-5,4	2,3	.
Nov	11,7	0,4	5,6	0,3	-5,2	.	7,8	-3,6	0,7	11,5	.	3,4	4,2	4,9	-0,8	.
Dic	14,7	7,0	-0,4	0,0	7,5	.	-1,4	-4,6	0,4	3,3	.	9,0	14,0	2,3	-5,0	.
Tasas de crecimiento																
2011	-1,2	-3,9	-15,2	-7,2	-3,4	-15,9	-0,8	-7,7	1,3	2,2	-2,9	8,3	8,5	25,5	8,0	120,3
2012	3,8	3,1	5,0	3,0	3,1	0,1	4,8	-5,5	-5,7	8,6	-8,3	0,5	-5,5	3,7	12,3	29,8
2013 II	4,8	7,6	47,4	5,2	6,3	15,5	4,2	-4,0	3,3	6,9	-4,7	-2,3	-7,8	50,9	7,8	-67,0
III	5,2	9,5	73,3	5,8	7,4	13,0	3,6	-4,5	11,1	6,1	-6,3	-2,0	-4,2	37,6	2,0	-56,3
IV	4,2	6,9	56,1	16,1	5,0	.	2,4	-7,2	14,4	5,4	.	3,8	7,0	28,7	-1,2	.

#### 4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones							
		Total		IFM	No IFM	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2011	7.721,5	3.048,8	558,3	2.490,5	4.228,3	1.254,4	2.973,9	1.748,7	444,4	86,8	357,6	313,1
2012	8.375,5	3.475,4	537,3	2.938,1	4.438,9	1.192,2	3.246,8	1.962,7	461,2	87,9	373,3	298,1
2013 II	8.551,9	3.603,9	500,3	3.103,6	4.456,1	1.151,5	3.304,6	2.003,3	492,0	111,8	380,2	306,6
III	8.676,2	3.756,4	534,6	3.221,8	4.398,8	1.108,8	3.290,0	1.991,1	521,0	127,7	393,3	321,8
Transacciones												
2010	240,1	125,4	-16,9	142,3	161,1	50,2	110,9	187,5	-46,4	12,3	-58,7	-38,2
2011	177,9	73,8	18,4	55,4	151,7	75,7	76,0	80,6	-47,6	2,0	-49,6	-37,7
2012	258,7	144,1	-18,1	162,2	119,3	-55,5	174,7	160,8	-4,7	5,4	-10,0	-30,3
2013 II	88,9	83,9	-18,2	102,0	5,3	-23,7	29,0	18,6	-0,2	0,4	-0,6	-1,9
III	67,3	45,4	11,5	33,9	-17,1	-22,2	5,1	2,7	39,0	23,7	15,2	16,6
IV	87,8	60,4	-1,5	61,9	80,0	16,2	63,8	.	-52,6	-24,9	-27,8	.
2013 Ago	13,1	22,4	9,2	13,3	-10,9	-7,6	-3,4	.	1,6	7,7	-6,0	.
Sep	57,9	15,9	-1,8	17,7	22,3	3,9	18,4	.	19,7	13,8	5,9	.
Oct	8,8	14,4	-7,9	22,3	13,4	11,2	2,2	.	-19,1	-6,5	-12,5	.
Nov	71,1	12,9	3,0	9,9	55,3	7,2	48,0	.	2,9	-3,4	6,4	.
Dic	7,9	33,2	3,3	29,8	11,3	-2,3	13,6	.	-36,5	-14,9	-21,6	.
Tasas de crecimiento												
2011	2,4	2,3	2,9	2,0	4,1	6,7	3,0	5,0	-9,2	8,2	-12,2	-11,1
2012	3,3	4,5	-3,3	6,1	2,8	-4,5	5,8	9,2	-0,9	6,1	-2,6	-9,2
2013 II	4,7	7,6	-7,5	10,6	2,6	-2,9	4,7	7,3	3,3	12,6	1,0	-0,4
III	5,2	7,8	-4,7	10,2	1,5	-4,3	3,7	5,1	22,4	61,7	13,4	10,6
IV	4,3	7,0	-3,1	8,8	2,2	-2,8	4,0	.	4,6	18,6	1,1	.

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
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2011	4.871,2	35,5	35,2	0,3	3.069,1	3.007,5	61,6	162,7	6,8	116,4	30,2	1.604,0	247,7	1.161,4	491,3
2012	4.818,4	40,1	39,9	0,3	2.923,8	2.853,6	70,2	167,9	5,3	121,4	29,2	1.686,6	253,9	1.236,8	524,7
2013 II	4.855,2	17,9	17,6	0,3	2.940,0	2.872,9	67,1	151,2	5,1	103,9	24,0	1.746,2	247,1	1.249,2	567,5
III	4.739,0	24,6	24,3	0,3	2.847,2	2.763,2	84,0	148,7	5,0	101,9	22,7	1.718,5	245,1	1.221,4	556,2
Transacciones															
2010	162,8	-2,9	-2,8	0,0	10,1	1,3	8,9	41,5	-0,2	41,1	4,9	114,1	8,6	81,6	50,6
2011	183,9	-2,7	-2,8	0,1	50,5	20,7	29,9	4,4	-0,3	4,2	10,3	131,7	8,5	99,0	38,1
2012	-4,8	5,2	5,2	0,0	-122,4	-130,5	8,1	4,7	-1,5	6,4	-1,0	107,7	8,4	74,5	37,7
2013 II	-58,2	-10,9	-10,9	0,0	11,9	14,1	-2,2	-4,6	0,0	-4,4	-0,2	-54,6	-0,1	-58,2	-19,6
III	-108,9	6,3	6,3	0,0	-72,0	-89,0	17,0	-1,8	-0,1	-1,8	-1,2	-41,4	-1,5	-40,5	-28,5
IV	0,3	-8,9	.	.	-17,5	.	.	6,2	.	.	4,5	20,6	.	.	20,5
2013 Ago	-3,5	-2,3	.	.	8,7	.	.	2,8	.	.	1,0	-12,6	.	.	2,4
Sep	-64,2	5,1	.	.	-47,8	.	.	0,5	.	.	0,4	-22,0	.	.	-16,2
Oct	63,8	-4,6	.	.	76,7	.	.	1,8	.	.	2,1	-10,1	.	.	-10,0
Nov	34,4	-5,2	.	.	5,7	.	.	5,1	.	.	4,0	28,8	.	.	23,0
Dic	-97,8	0,9	.	.	-99,9	.	.	-0,7	.	.	-1,6	1,9	.	.	7,6
Tasas de crecimiento															
2011	4,0	-5,4	-5,5	40,4	1,8	0,8	76,8	3,0	-3,3	4,2	51,5	8,3	3,9	8,1	9,0
2012	-0,1	13,1	13,2	-0,6	-3,9	-4,3	13,7	3,1	-22,2	5,9	-3,3	6,8	3,4	6,5	7,8
2013 II	-3,2	-22,3	-22,5	0,1	-4,2	-4,2	-5,9	-3,6	-24,8	-4,7	-20,3	-0,9	-2,4	-3,1	3,8
III	-4,8	-13,2	-13,2	-0,3	-5,3	-5,7	8,9	1,1	-5,5	0,6	-9,5	-4,1	-0,7	-6,1	-2,3
IV	-2,4	-52,1	.	.	-2,3	.	.	-6,4	.	.	-7,0	-1,1	.	.	5,1

#### 6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2011	5.287,0	412,7	409,9	2,8	3.212,3	3.145,5	66,8	224,1	0,1	217,2	6,8	1.438,0	226,3	1.027,2	184,5
2012	5.079,3	428,9	428,0	0,9	2.963,8	2.881,1	82,7	227,5	0,1	219,9	7,4	1.459,2	228,8	994,0	236,4
2013 II	5.009,7	375,2	373,8	1,4	2.854,3	2.791,0	63,3	223,1	0,1	216,4	6,6	1.557,0	228,1	1.055,8	273,0
III	4.819,8	361,7	360,1	1,6	2.730,8	2.650,0	80,7	226,0	0,2	219,1	6,7	1.501,4	228,4	1.006,7	266,3
Transacciones															
2010	138,9	9,4	6,8	2,6	-8,7	-14,6	5,9	64,9	0,0	64,3	0,5	73,2	16,0	31,1	26,2
2011	10,0	135,1	135,3	-0,2	-289,1	-327,8	38,7	74,1	0,0	74,1	0,0	90,0	10,5	63,5	16,0
2012	-204,0	19,0	20,9	-1,8	-234,6	-251,7	17,2	3,7	0,0	2,7	1,0	7,8	7,4	-14,3	14,7
2013 II	-126,8	-21,5	-22,0	0,5	-93,7	-75,9	-17,8	-0,3	0,0	-1,1	0,8	-11,3	-1,4	5,1	-15,0
III	-146,0	-10,3	-10,4	0,2	-107,5	-124,9	17,4	4,5	0,0	4,2	0,2	-32,7	0,9	-36,4	2,8
IV	-149,1	-17,6	.	.	-127,2	.	.	-8,3	.	.	.	3,9	.	.	.
2013 Ago	-34,5	-1,1	.	.	-26,1	.	.	0,2	.	.	.	-7,5	.	.	.
Sep	-70,8	-3,8	.	.	-57,9	.	.	2,9	.	.	.	-12,0	.	.	.
Oct	32,2	-9,6	.	.	52,8	.	.	-3,7	.	.	.	-7,3	.	.	.
Nov	-35,7	-9,3	.	.	-27,7	.	.	-0,6	.	.	.	2,0	.	.	.
Dic	-145,7	1,4	.	.	-152,3	.	.	-4,0	.	.	.	9,2	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2011	0,2	50,4	51,0	.	-8,3	-9,6	90,9	50,4	.	52,7	-0,6	7,6	5,2	7,4	11,0
2012	-3,8	4,8	5,3	.	-7,3	-8,0	25,8	1,7	.	1,2	16,0	0,5	3,3	-1,5	8,5
2013 II	-8,6	-8,1	-8,1	.	-12,1	-12,0	-15,8	-5,0	.	-5,2	2,4	-1,7	0,2	-2,0	-1,7
III	-10,0	-14,9	-15,0	.	-13,1	-13,5	2,8	-1,0	.	-1,1	3,3	-3,8	1,5	-4,3	-6,8
IV	-7,8	-19,0	.	.	-11,1	.	.	-2,2	.	.	.	1,2	.	.	.

Fuente: BCE.

## 7.3 Cuenta financiera

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

### 7. Activos de reserva <sup>1)</sup>

	Activos de reserva													Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>																	
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011	667,0	422,1	346,846	54,0	30,2	160,8	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 I	687,8	432,7	346,696	52,5	32,4	169,6	5,3	10,0	154,4	0,2	132,6	21,6	-0,1	0,6	31,2	-35,8	55,1
II	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,3	7,8	151,6	0,2	133,8	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2
III	586,8	340,5	346,674	50,5	30,5	164,3	5,1	9,3	149,7	0,2	134,0	15,5	0,2	0,9	21,5	-29,4	53,6
2013 Dic	542,4	301,9	346,566	50,1	28,9	160,4	6,6	5,7	147,7	0,2	133,3	14,1	0,4	1,0	22,5	-30,1	52,7
2014 Ene	571,0	321,0	346,816	50,9	29,1	169,0	6,2	6,9	155,7	0,2	142,1	13,5	0,2	1,0	23,8	-34,0	53,5
<b>Transacciones</b>																	
2010	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,6	-5,4	6,6	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-
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	13,9	0,0	-	-0,3	3,4	10,2	0,6	1,2	8,0	-0,4	-0,7	9,1	0,4	0,7	-	-	-
2013 II	1,2	0,0	-	-0,3	-0,3	1,5	0,1	-1,8	3,5	0,0	6,4	-2,8	-0,2	0,2	-	-	-
III	2,9	0,0	-	-0,2	-0,6	3,6	-0,2	1,7	2,2	0,0	4,0	-1,7	-0,1	0,0	-	-	-
IV	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tasas de crecimiento</b>																	
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-
2011	1,6	0,0	-	-3,0	83,3	-1,3	-30,0	-52,7	6,8	27,4	14,2	-45,3	-	-	-	-	-
2012	2,0	0,0	-	-0,5	11,0	6,5	12,2	15,2	5,6	-53,5	-0,6	82,5	-	-	-	-	-
2013 II	0,6	0,0	-	-0,9	2,4	2,0	-19,1	-1,6	3,4	-41,8	4,7	-4,5	-	-	-	-	-
III	1,1	0,0	-	-1,3	-6,2	5,7	-13,6	22,4	6,0	0,0	6,9	-0,6	-	-	-	-	-
IV	0,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

### 8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos					Por sectores (excluidas inversiones directas)				
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>											
2010	10.910,7	4.708,7	453,3	3.824,0	202,5	200,0	1.522,2	2.140,9	271,0	4.743,7	2.232,9
2011	11.929,7	4.799,8	444,4	4.228,3	226,4	260,9	1.970,0	2.285,9	412,7	4.553,5	2.707,8
2012	12.091,6	4.522,9	461,2	4.438,9	229,0	327,5	2.112,2	2.488,3	428,9	4.243,9	2.818,4
2013 I	12.254,2	4.544,4	501,2	4.498,1	231,7	358,7	2.119,9	2.553,8	398,6	4.273,2	2.908,6
II	12.208,7	4.437,1	492,0	4.456,1	228,3	344,2	2.251,0	2.533,0	375,2	4.117,6	2.931,9
III	11.964,4	4.236,0	521,0	4.398,8	228,5	355,2	2.224,8	2.538,8	361,7	3.967,3	2.871,8
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>											
2010	119,1	51,4	4,9	41,7	2,2	2,2	16,6	23,4	3,0	51,8	24,4
2011	126,6	51,0	4,7	44,9	2,4	2,8	20,9	24,3	4,4	48,3	28,7
2012	127,5	47,7	4,9	46,8	2,4	3,5	22,3	26,2	4,5	44,7	29,7
2013 I	129,1	47,9	5,3	47,4	2,4	3,8	22,3	26,9	4,2	45,0	30,6
II	128,3	46,6	5,2	46,8	2,4	3,6	23,7	26,6	3,9	43,3	30,8
III	125,4	44,4	5,5	46,1	2,4	3,7	23,3	26,6	3,8	41,6	30,1

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 <sup>1)</sup>	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2012</b>	<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
<b>Inversiones directas</b>	1.436,7	421,2	-16,2	19,6	135,0	284,0	-1,2	103,4	79,0	-22,3	161,0	176,1	-223,4	-0,2	741,7
En el exterior	5.881,3	1.689,6	29,4	171,7	1.156,7	331,7	0,1	211,4	99,6	79,2	597,2	1.322,6	585,4	0,1	1.296,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	4.374,3	1.250,6	22,8	103,9	867,4	256,4	0,0	165,3	81,3	57,1	451,3	929,8	486,6	0,1	952,2
Otro capital	1.507,0	439,0	6,5	67,8	289,4	75,2	0,1	46,1	18,3	22,1	145,9	392,7	98,8	0,0	344,2
En la zona del euro	4.444,6	1.268,4	45,6	152,2	1.021,7	47,7	1,3	108,0	20,6	101,5	436,1	1.146,4	808,7	0,3	554,6
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.124,5	1.017,0	36,8	136,2	810,0	32,7	1,3	86,9	7,8	88,1	262,7	856,5	425,6	0,0	379,7
Otro capital	1.320,2	251,4	8,7	16,0	211,8	14,9	0,0	21,1	12,7	13,4	173,4	289,9	383,1	0,2	174,9
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	5.265,0	1.678,1	99,7	227,9	1.044,3	120,0	186,3	102,1	61,2	215,1	131,4	1.637,4	433,2	33,1	973,4
Acc. y participaciones	1.947,3	391,2	17,2	48,9	310,4	14,4	0,1	39,6	57,2	105,7	117,1	621,1	237,0	0,9	377,6
Valores distintos de acciones	3.317,7	1.286,9	82,4	178,9	733,8	105,6	186,1	62,4	4,0	109,5	14,3	1.016,3	196,2	32,2	595,8
Bonos y obligaciones	2.852,0	1.135,7	75,8	148,5	621,7	104,7	185,0	58,1	2,6	36,8	11,2	855,2	184,4	31,6	536,3
Instrum. mercado monetario	465,7	151,3	6,6	30,4	112,1	0,9	1,2	4,3	1,3	72,7	3,0	161,1	11,8	0,6	59,5
<b>Otras inversiones</b>	-260,9	-240,7	10,7	-26,1	-47,1	45,0	-223,1	1,7	-15,7	5,1	-32,8	54,5	51,3	-77,1	-7,3
Activos	4.818,4	2.188,4	77,4	85,7	1.840,4	165,6	19,3	27,9	48,9	81,9	268,0	676,7	537,3	36,6	952,8
AAPP	167,9	65,6	1,0	4,6	43,4	1,8	14,9	1,8	3,1	0,9	1,5	11,0	3,3	30,6	50,2
IFM	2.963,9	1.530,7	58,4	49,8	1.292,0	128,2	2,2	16,4	24,3	65,9	146,8	394,7	392,6	5,2	387,4
Otros sectores	1.686,6	592,0	18,0	31,2	505,0	35,6	2,2	9,7	21,5	15,1	119,8	270,9	141,4	0,8	515,2
Pasivos	5.079,3	2.429,0	66,8	111,7	1.887,5	120,6	242,4	26,2	64,6	76,8	300,8	622,1	485,9	113,7	960,0
AAPP	227,5	107,1	0,3	0,9	26,3	0,2	79,4	0,1	0,0	0,1	1,1	29,6	1,2	83,1	5,1
IFM	3.392,7	1.644,5	56,3	86,6	1.306,0	92,9	102,7	17,0	38,2	50,7	239,2	338,5	387,9	28,1	648,5
Otros sectores	1.459,2	677,4	10,1	24,2	555,1	27,6	60,3	9,1	26,4	26,0	60,6	254,0	96,8	2,5	306,5
<b>IV 2012 a III 2013</b>	<b>Transacciones acumuladas</b>														
<b>Inversiones directas</b>	134,9	44,7	-8,3	-36,2	84,5	4,7	0,0	-1,9	3,6	0,1	37,3	38,6	-44,1	0,0	56,6
En el exterior	263,3	52,5	0,9	-1,3	44,4	8,5	0,0	-0,1	8,3	1,4	36,0	55,5	-3,2	0,0	112,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	139,1	56,6	0,9	8,3	42,0	5,4	0,0	4,0	7,5	1,0	6,4	31,5	-11,9	0,0	43,9
Otro capital	124,2	-4,1	0,0	-9,6	2,3	3,1	0,0	-4,1	0,8	0,5	29,6	24,0	8,7	0,0	68,9
En la zona del euro	128,3	7,8	9,2	35,0	-40,2	3,9	0,0	1,8	4,7	1,3	-1,3	17,0	40,9	0,0	56,2
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	137,8	12,2	7,9	23,6	-20,1	0,9	0,0	1,9	4,5	5,3	2,7	4,8	75,9	0,0	30,4
Otro capital	-9,4	-4,4	1,3	11,4	-20,1	3,0	0,0	-0,1	0,2	-3,9	-4,0	12,2	-35,0	0,0	25,7
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	271,2	11,1	4,5	-0,9	-11,4	8,5	10,3	8,1	6,6	35,2	7,9	74,2	5,0	-0,6	123,7
Acc. y participaciones	180,0	39,1	2,3	3,3	33,4	0,1	0,0	2,0	5,5	28,7	6,0	68,7	4,3	0,0	25,6
Valores distintos de acciones	91,2	-28,0	2,3	-4,2	-44,9	8,4	10,3	6,1	1,1	6,5	1,9	5,4	0,6	-0,6	98,1
Bonos y obligaciones	101,3	-1,1	1,7	-0,5	-21,9	7,3	12,2	4,1	0,4	-7,4	-0,1	9,8	-6,1	-1,1	102,8
Instrum. mercado monetario	-10,1	-26,9	0,6	-3,7	-23,0	1,1	-1,9	2,0	0,7	13,9	2,0	-4,4	6,8	0,5	-4,7
<b>Otras inversiones</b>	299,8	151,9	2,4	23,9	127,9	-9,5	7,1	-5,0	23,2	44,0	28,4	-1,1	22,0	-23,8	60,3
Activos	-242,4	-229,3	-6,0	3,8	-213,3	-12,9	-1,0	-1,4	4,0	28,1	-10,1	-26,4	-3,7	1,1	-4,7
AAPP	1,5	-2,3	0,2	-0,8	-2,5	0,0	0,9	0,1	-0,1	-0,4	0,4	0,7	0,7	0,2	2,2
IFM	-168,9	-217,5	-9,6	-1,4	-190,8	-13,8	-2,0	0,6	4,9	27,2	-5,5	1,9	24,4	0,3	-5,2
Otros sectores	-74,9	-9,4	3,4	6,0	-20,0	1,0	0,2	-2,2	-0,8	1,3	-4,9	-29,0	-28,8	0,6	-1,7
Pasivos	-542,2	-381,2	-8,4	-20,1	-341,2	-3,4	-8,1	3,6	-19,1	-15,8	-38,5	-25,2	-25,8	24,9	-65,0
AAPP	-2,4	-5,5	0,1	0,3	-10,7	0,0	4,8	0,2	0,0	0,0	0,5	-8,7	-0,1	10,2	1,2
IFM	-481,2	-336,2	-9,5	-17,3	-288,7	-5,5	-15,1	0,8	-19,2	-15,0	-37,8	-2,9	-30,9	14,2	-54,1
Otros sectores	-58,5	-39,5	1,0	-3,1	-41,9	2,2	2,2	2,6	0,1	-0,8	-1,1	-13,6	5,2	0,5	-12,0

Fuente: BCE.

1) Excluida Croacia.

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

(mm de euros; transacciones)

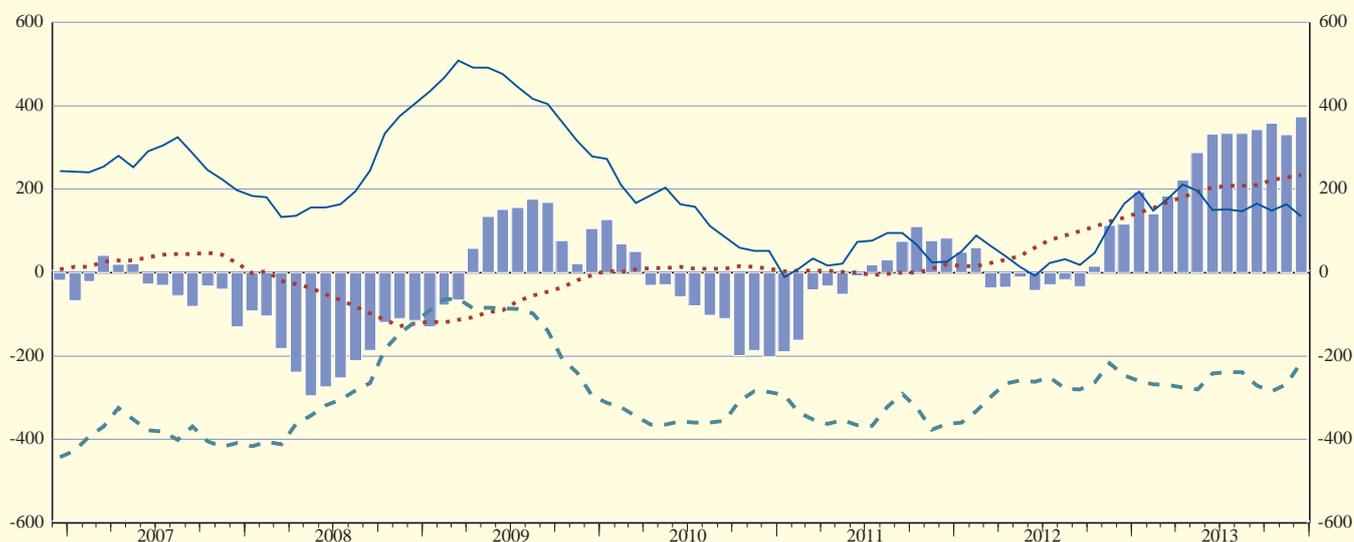
### Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	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	82,5	19,2	-501,4	427,5	55,4	-47,6	55,4	26,4	-136,1	164,1	-5,3	25,0
2012	116,3	131,2	-331,9	318,1	-54,6	-185,6	162,2	164,7	-112,4	11,5	3,4	9,8
2013	373,1	234,8	-189,6	71,6	-95,1	-114,4	263,5	134,1	31,1	12,0	13,5	11,7
2012 IV	108,3	68,2	-112,9	84,6	-50,5	-34,8	91,4	66,9	15,5	-77,4	25,4	32,0
2013 I	29,3	26,4	-56,6	28,7	-48,9	-54,1	65,6	49,3	-44,5	56,2	8,4	-1,2
II	150,7	61,6	-60,1	5,1	-10,1	-20,6	102,0	28,4	59,2	-11,5	-0,6	-2,8
III	54,4	53,4	-29,2	2,3	-26,5	-25,3	33,9	20,3	43,2	-28,2	5,6	4,9
IV	138,7	93,4	-43,7	35,4	-9,6	-14,5	61,9	36,0	-26,8	-4,4	0,2	10,9
2012 Dic	34,9	29,1	-23,8	28,1	-34,2	-1,3	30,3	22,2	25,9	-60,2	9,5	9,5
2013 Ene	39,1	-6,7	-23,7	11,3	-16,9	-19,5	38,1	14,6	-1,2	36,5	4,6	2,0
Feb	-32,6	10,1	-14,4	15,5	-17,3	-28,2	10,3	4,2	-27,6	11,1	2,7	0,9
Mar	22,9	22,9	-18,5	2,0	-14,8	-6,5	17,2	30,6	-15,7	8,6	1,1	-4,2
Abr	10,9	16,6	-22,8	3,9	-19,5	-25,2	21,1	30,3	-13,1	21,3	-5,8	4,1
May	84,0	13,9	-9,9	-7,5	-5,6	-9,2	49,5	23,1	41,5	-2,1	-8,3	-1,2
Jun	55,8	31,1	-27,3	8,7	15,1	13,9	31,4	-25,0	30,8	-30,7	13,5	-5,6
Jul	13,6	26,5	0,4	7,3	-12,8	-12,8	3,0	5,4	11,9	-11,8	-2,6	-0,8
Ago	25,1	11,7	-26,2	25,3	4,1	-1,2	13,3	-9,4	9,8	-7,3	6,5	-1,5
Sep	15,6	15,2	-3,4	-30,3	-17,7	-11,3	17,7	24,3	21,5	-9,1	1,7	7,1
Oct	24,5	28,9	-22,0	19,8	-7,3	-5,5	22,3	-10,3	8,3	-11,0	2,8	-1,3
Nov	36,1	28,9	-18,9	6,6	5,2	-10,7	9,9	54,4	-33,9	1,3	-4,9	-1,8
Dic	78,1	35,6	-2,9	9,1	-7,5	1,7	29,8	-8,0	-1,2	5,2	2,3	14,0
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2013 Dic	373,1	234,8	-189,6	71,6	-95,1	-114,4	263,5	134,1	31,1	12,0	13,5	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, veáanse las Notas Generales.

## 7.5 Comercio exterior de bienes

### 1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos <sup>1)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria: Manufacturas	Petróleo		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		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	7,5	1,9	1.878,1	931,7	385,9	516,2	1.523,5	1.791,5	1.149,0	246,5	369,5	1.093,1	362,0
2013	0,8	-3,3	1.889,8	.	.	.	.	1.731,8	.	.	.	.	.
2013 I	0,7	-5,3	473,7	235,7	96,0	132,9	383,2	436,7	278,8	59,8	91,2	268,9	87,7
II	1,6	-3,1	473,4	230,8	96,9	132,4	384,9	432,9	274,7	59,2	91,2	267,5	84,4
III	0,1	-2,1	471,1	229,8	94,7	133,0	383,9	434,6	273,5	59,3	93,5	269,2	83,4
IV	0,8	-2,6	471,5	.	.	.	.	427,7	.	.	.	.	.
2013 Jul	3,1	0,2	156,0	76,2	31,6	43,8	127,7	145,0	92,1	19,5	30,9	89,7	28,7
Ago	-5,8	-7,5	157,0	76,7	31,6	44,5	128,0	144,4	91,4	20,1	30,7	89,0	27,7
Sep	2,8	1,0	158,2	76,9	31,4	44,7	128,2	145,2	90,0	19,7	32,0	90,5	26,9
Oct	1,2	-3,1	158,4	77,2	32,1	44,8	129,8	144,3	91,1	19,5	31,4	90,0	27,5
Nov	-2,2	-5,4	157,9	77,1	32,0	44,4	129,1	141,9	87,4	19,6	31,9	90,2	25,6
Dic	3,8	1,0	155,2	.	.	.	.	141,5	.	.	.	.	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2011	7,6	3,2	108,2	107,6	111,0	107,8	108,8	103,0	103,7	103,1	100,8	104,8	98,0
2012	3,6	-3,1	111,9	110,2	117,0	111,8	112,6	99,6	100,8	99,4	96,1	99,8	99,4
2012 IV	2,6	-2,4	111,4	109,7	116,8	110,8	111,5	98,1	99,2	96,6	95,0	97,7	100,7
2013 I	-0,1	-4,4	113,3	112,0	116,3	115,7	113,8	98,2	99,6	96,2	95,5	98,7	98,3
II	1,5	-1,2	113,1	110,4	116,2	114,6	113,8	98,9	100,8	94,2	95,0	98,0	100,5
III	1,7	1,6	113,2	110,7	114,1	115,2	114,0	99,3	99,9	96,2	97,5	99,4	96,4
2013 Jun	-3,1	-3,2	113,3	110,4	115,2	115,0	113,0	100,1	101,9	95,1	96,3	97,6	98,7
Jul	4,3	2,8	112,6	110,5	113,7	114,3	113,9	100,0	102,1	93,8	96,9	99,0	102,6
Ago	-4,0	-3,0	113,0	110,7	114,4	115,7	113,9	98,8	99,9	98,9	95,7	98,8	95,1
Sep	4,4	5,1	114,0	110,9	114,3	115,8	114,2	99,0	97,8	96,0	99,9	100,4	91,3
Oct	2,1	0,3	114,1	111,7	116,8	115,2	115,2	99,5	100,6	95,1	98,5	99,9	95,5
Nov	-1,7	-1,8	113,6	111,7	115,6	114,5	114,4	98,9	97,9	98,6	99,7	100,7	91,9

### 2. Precios <sup>2)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (FOB) <sup>3)</sup>							Precios industriales de importación (CIF)						
	Total (índice: 2010 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas	Total (índice: 2010 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total	100,0	100,0	30,1	42,0	18,5	9,4	96,4	100,0	100,0	29,0	25,4	23,3	22,4	80,4
2012	106,1	2,2	0,9	1,8	2,3	9,4	2,2	111,2	3,4	0,2	1,6	3,2	7,2	2,1
2013	105,0	-1,0	-1,5	-0,2	0,8	-7,9	-0,9	.	.	.	.	.	.	.
2013 II	105,1	-0,9	-1,5	0,1	1,0	-8,7	-0,8	107,9	-2,8	-2,1	-1,6	0,6	-6,0	-1,4
III	105,0	-1,5	-1,8	-0,6	0,5	-9,3	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,7	-0,9	-5,6	-2,6
IV	104,4	-1,4	-2,0	-0,4	0,4	-8,1	-1,2	.	.	.	.	.	.	.
2013 Jul	105,1	-1,0	-1,5	-0,6	0,5	-5,5	-0,9	108,0	-2,8	-3,2	-3,0	-0,8	-3,8	-2,4
Ago	105,0	-1,7	-1,8	-0,7	0,4	-11,0	-1,6	108,1	-4,0	-3,4	-2,8	-1,2	-7,4	-2,8
Sep	104,9	-1,6	-2,0	-0,3	0,6	-11,3	-1,4	108,2	-3,1	-3,1	-2,1	-0,7	-5,4	-2,5
Oct	104,5	-1,6	-2,0	-0,5	0,5	-11,3	-1,4	106,9	-3,6	-2,9	-2,6	-0,9	-6,4	-2,7
Nov	104,4	-1,4	-2,1	-0,4	0,3	-8,3	-1,3	107,1	-3,1	-3,0	-1,9	-0,7	-5,5	-2,2
Dic	104,2	-1,1	-1,9	-0,4	0,4	-4,5	-1,0	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

## 7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Exportaciones (fob)</b>															
2012	1.878,1	33,6	58,7	229,4	251,1	90,1	116,6	59,5	224,3	439,9	120,8	44,8	126,3	97,3	151,3
2013	1.889,8	.	.	.	.	87,0	111,1	60,5	221,6	443,3	122,4	43,9	129,9	98,0	.
2012 III	474,7	8,4	14,7	58,1	63,0	22,8	29,2	15,1	58,5	110,6	29,8	11,6	31,2	24,4	38,7
2012 IV	468,9	8,5	14,2	57,9	62,2	22,6	28,7	15,3	53,9	111,2	29,1	11,2	32,5	25,0	37,1
2013 I	473,7	8,6	14,4	58,1	63,5	23,2	28,2	15,6	55,5	110,4	29,6	11,0	34,2	25,0	37,0
2013 II	473,4	8,5	14,5	58,8	63,0	22,3	27,4	15,5	54,9	109,9	29,9	10,7	33,1	24,6	40,9
2013 III	471,1	8,6	15,0	59,9	64,5	21,2	27,7	14,7	55,4	110,1	31,3	11,2	31,8	24,6	37,6
2013 IV	471,5	.	.	.	.	20,2	27,7	14,7	55,8	112,9	31,6	11,0	30,9	23,8	.
2013 Jul	156,0	2,9	5,2	19,8	21,3	7,4	9,5	4,9	17,8	36,5	10,2	3,6	10,9	8,3	11,4
2013 Ago	157,0	2,9	5,0	19,8	21,6	6,9	9,2	4,9	18,7	37,1	10,8	3,8	10,6	8,2	12,2
2013 Sep	158,2	2,9	4,8	20,3	21,5	7,0	9,0	5,0	18,9	36,6	10,3	3,8	10,3	8,1	13,9
2013 Oct	158,4	2,9	5,2	20,7	22,0	7,1	9,3	4,8	18,8	37,3	10,5	3,6	10,3	8,3	11,8
2013 Nov	157,9	2,9	4,9	20,5	21,8	6,6	9,3	5,1	18,6	37,6	10,6	3,7	10,2	7,7	12,7
2013 Dic	155,2	.	.	.	.	6,5	9,1	4,8	18,4	38,0	10,4	3,7	10,4	7,8	.
<b>Porcentaje del total de exportaciones</b>															
2013	100,0	.	.	.	.	4,6	5,9	3,2	11,7	23,5	6,5	2,3	6,9	5,2	.
<b>Importaciones (cif)</b>															
2012	1.791,5	28,7	52,6	166,6	231,3	144,0	81,9	34,1	151,2	540,8	214,1	49,2	157,5	92,7	110,2
2013	1.731,8	.	.	.	.	144,6	81,6	35,6	149,0	511,3	204,3	43,6	141,2	81,5	.
2012 III	448,1	7,2	13,5	42,0	58,0	34,2	21,3	8,4	39,3	133,5	53,6	12,2	39,3	23,3	28,2
2012 IV	440,4	7,1	12,8	41,5	57,8	36,8	20,1	8,7	35,9	131,1	51,2	11,5	39,8	22,6	26,2
2013 I	436,7	7,5	13,2	41,6	58,6	38,6	20,2	8,8	35,5	127,8	51,6	11,0	38,7	21,2	24,9
2013 II	432,9	7,3	13,3	40,6	58,2	34,3	20,5	8,7	37,4	127,6	50,8	10,9	36,3	20,2	28,6
2013 III	434,6	7,6	13,6	40,5	60,0	36,3	20,7	8,9	38,0	128,3	50,9	10,7	34,2	20,2	26,3
2013 IV	427,7	.	.	.	.	35,4	20,3	9,1	38,2	127,6	51,0	11,0	32,1	19,9	.
2013 Jul	145,0	2,5	4,7	13,5	19,8	11,7	6,9	3,0	12,6	42,7	17,0	3,4	11,9	6,8	9,0
2013 Ago	144,4	2,6	4,5	13,8	19,9	12,5	7,1	2,9	12,4	42,8	17,0	3,6	11,3	6,5	8,1
2013 Sep	145,2	2,5	4,5	13,3	20,2	12,1	6,7	3,0	13,0	42,8	16,9	3,7	11,0	6,9	9,2
2013 Oct	144,3	2,5	4,5	13,3	20,1	11,7	6,9	3,0	13,1	43,0	16,6	3,6	11,5	6,7	8,2
2013 Nov	141,9	2,3	4,4	13,1	20,3	11,2	6,8	3,1	12,9	41,8	16,8	3,7	10,0	6,4	9,5
2013 Dic	141,5	.	.	.	.	12,4	6,6	3,1	12,2	42,8	17,6	3,7	10,5	6,8	.
<b>Porcentaje del total de importaciones</b>															
2013	100,0	.	.	.	.	8,3	4,7	2,1	8,6	29,5	11,8	2,5	8,2	4,7	.
<b>Saldo</b>															
2012	86,6	4,9	6,1	62,8	19,8	-53,9	34,7	25,4	73,1	-100,9	-93,3	-4,5	-31,2	4,6	41,1
2013	158,0	.	.	.	.	-57,6	29,5	24,9	72,6	-68,1	-81,9	0,3	-11,3	16,5	.
2012 III	26,6	1,2	1,3	16,1	5,1	-11,5	7,9	6,6	19,2	-22,9	-23,8	-0,7	-8,1	1,2	10,6
2012 IV	28,5	1,4	1,4	16,3	4,4	-14,2	8,6	6,6	18,0	-19,8	-22,1	-0,2	-7,3	2,3	10,9
2013 I	37,0	1,1	1,2	16,5	4,9	-15,5	8,0	6,8	20,1	-17,4	-22,0	0,0	-4,5	3,8	12,1
2013 II	40,5	1,3	1,2	18,2	4,8	-11,9	7,0	6,8	17,5	-17,7	-20,9	-0,2	-3,2	4,4	12,3
2013 III	36,5	1,0	1,3	19,3	4,5	-15,1	7,1	5,8	17,4	-18,2	-19,6	0,5	-2,4	4,5	11,3
2013 IV	43,9	.	.	.	.	-15,1	7,5	5,6	17,6	-14,7	-19,4	0,0	-1,2	3,9	.
2013 Jul	11,0	0,4	0,5	6,4	1,5	-4,3	2,6	1,9	5,3	-6,3	-6,8	0,2	-1,0	1,6	2,5
2013 Ago	12,6	0,2	0,5	6,0	1,7	-5,5	2,1	1,9	6,3	-5,7	-6,2	0,2	-0,7	1,7	4,2
2013 Sep	13,0	0,4	0,4	7,0	1,3	-5,2	2,3	2,0	5,9	-6,2	-6,6	0,1	-0,7	1,2	4,7
2013 Oct	14,1	0,4	0,7	7,4	1,9	-4,6	2,4	1,8	5,7	-5,6	-6,1	0,0	-1,2	1,6	3,6
2013 Nov	16,0	0,6	0,5	7,4	1,4	-4,6	2,6	2,1	5,7	-4,2	-6,1	0,0	0,2	1,3	3,2
2013 Dic	13,7	.	.	.	.	-5,9	2,5	1,7	6,2	-4,9	-7,2	0,0	-0,2	1,0	.

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	97,4	95,1	105,4	96,5	112,2	97,7	
2012	97,9	95,6	93,1	89,8	100,0	91,2	107,1	92,9	
2013	101,7	99,0	96,5	.	.	.	112,0	96,2	
2012 IV	97,9	95,6	93,5	89,6	99,2	90,0	107,4	92,9	
2013 I	100,7	98,3	95,9	92,5	102,2	94,0	110,2	95,0	
II	100,8	98,3	95,8	92,9	101,6	93,8	110,6	95,0	
III	101,9	99,2	96,7	93,3	102,4	94,2	112,9	96,8	
IV	103,1	100,1	97,7	.	.	.	114,7	97,9	
2013 Feb	101,6	99,1	96,8	-	-	-	111,1	95,8	
Mar	100,2	97,9	95,3	-	-	-	109,5	94,4	
Abr	100,5	97,9	95,5	-	-	-	109,8	94,4	
May	100,5	98,0	95,6	-	-	-	110,0	94,6	
Jun	101,6	98,9	96,4	-	-	-	112,0	96,2	
Jul	101,5	98,9	96,4	-	-	-	112,0	96,2	
Ago	102,2	99,5	96,9	-	-	-	113,4	97,3	
Sep	102,0	99,1	96,8	-	-	-	113,3	97,0	
Oct	102,8	99,7	97,4	-	-	-	114,2	97,4	
Nov	102,6	99,5	97,2	-	-	-	114,2	97,3	
Dic	103,9	101,0	98,3	-	-	-	115,8	98,9	
2014 Ene	103,4	100,3	97,8	-	-	-	115,9	98,7	
Feb	103,6	100,5	97,9	-	-	-	116,3	99,1	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2014 Feb	0,1	0,2	0,1	-	-	-	0,4	0,4	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2014 Feb	1,9	1,4	1,2	-	-	-	4,6	3,5	

### G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- TCE-20 nominal
- ... TCE-20 real deflactor por el IPC



### G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- USD/EUR
- ... JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

- 1) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.
- 2) Las series deflactoras 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 II	1,9558	25,831	7,4555	7,5566	3,4528	295,53	4,1982	4,3958	8,5652	0,85056	2,4037
2013 III	1,9558	25,853	7,4580	7,5459	3,4528	297,96	4,2477	4,4410	8,6798	0,85453	2,6092
2013 IV	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2013 Ago	1,9558	25,818	7,4580	7,5372	3,4528	299,46	4,2299	4,4371	8,7034	0,85904	2,6125
2013 Sep	1,9558	25,789	7,4579	7,5985	3,4528	299,75	4,2371	4,4633	8,6758	0,84171	2,6952
2013 Oct	1,9558	25,662	7,4592	7,6193	3,4528	294,76	4,1902	4,4444	8,7479	0,84720	2,7095
2013 Nov	1,9558	26,927	7,4587	7,6326	3,4528	297,68	4,1887	4,4452	8,8802	0,83780	2,7316
2013 Dic	1,9558	27,521	7,4602	7,6365	3,4528	300,24	4,1760	4,4635	8,9597	0,83639	2,8276
2014 Ene	1,9558	27,485	7,4614	7,6353	3,4528	302,48	4,1799	4,5205	8,8339	0,82674	3,0297
2014 Feb	1,9558	27,444	7,4622	7,6574	3,4528	310,20	4,1741	4,4918	8,8721	0,82510	3,0184
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>										
2014 Feb	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	2,6	-0,1	-0,6	0,4	-0,2	-0,4
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>										
2014 Feb	0,0	7,7	0,0	0,9	0,0	6,0	0,1	2,5	4,3	-4,3	27,2
	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Rupia india <sup>u</sup>	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12,206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12,045,73	4,9536	102,49	3,9672	
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13,857,50	4,7948	129,66	4,1855	
2013 II	1,3203	2,6994	1,3368	8,0376	10,1383	73,0046	12,784,60	4,7407	129,07	4,0088	
2013 III	1,4465	3,0304	1,3760	8,1111	10,2696	82,3565	14,115,14	4,7459	131,02	4,2904	
2013 IV	1,4662	3,0931	1,4275	8,2903	10,5522	84,4048	15,682,97	4,7994	136,48	4,3633	
2013 Ago	1,4742	3,1170	1,3853	8,1477	10,3223	83,9480	14,168,72	4,7610	130,34	4,3631	
2013 Sep	1,4379	3,0345	1,3817	8,1690	10,3504	85,2678	15,073,16	4,7636	132,41	4,3410	
2013 Oct	1,4328	2,9860	1,4128	8,3226	10,5724	84,0071	15,109,54	4,8232	133,32	4,3283	
2013 Nov	1,4473	3,0959	1,4145	8,2221	10,4604	84,4990	15,575,06	4,7711	134,97	4,3176	
2013 Dic	1,5243	3,2133	1,4580	8,3248	10,6254	84,7631	16,455,73	4,8019	141,68	4,4517	
2014 Ene	1,5377	3,2437	1,4884	8,2368	10,5586	84,5099	16,471,94	4,7569	141,47	4,5005	
2014 Feb	1,5222	3,2581	1,5094	8,3062	10,6012	84,9503	16,270,18	4,8043	139,35	4,5194	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>										
2014 Feb	-1,0	0,4	1,4	0,8	0,4	0,5	-1,2	1,0	-1,5	0,4	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>										
2014 Feb	17,5	23,6	12,0	-0,3	2,3	18,1	25,8	-2,7	12,0	9,2	
	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 II	16,2956	1,5920	7,6114	54,620	41,3464	1,6311	12,3996	1,467,08	1,2315	39,031	1,3062
2013 III	17,1005	1,6612	7,9303	57,813	43,4394	1,6795	13,2329	1,469,03	1,2348	41,675	1,3242
2013 IV	17,7331	1,6439	8,2375	59,354	44,2920	1,7006	13,8224	1,445,53	1,2294	43,151	1,3610
2013 Ago	17,1996	1,6829	7,9386	58,471	43,9748	1,6941	13,4190	1,485,93	1,2338	42,072	1,3310
2013 Sep	17,4471	1,6406	7,9725	58,346	43,5144	1,6860	13,3287	1,446,60	1,2338	42,312	1,3348
2013 Oct	17,7413	1,6351	8,1208	58,809	43,7440	1,6956	13,5283	1,454,73	1,2316	42,549	1,3635
2013 Nov	17,6340	1,6327	8,2055	58,811	44,1581	1,6833	13,7626	1,434,06	1,2316	42,695	1,3493
2013 Dic	17,8278	1,6659	8,4053	60,552	45,0628	1,7244	14,2234	1,446,99	1,2245	44,323	1,3704
2014 Ene	17,9964	1,6450	8,3927	61,263	46,0304	1,7327	14,8242	1,453,94	1,2317	44,822	1,3610
2014 Feb	18,1561	1,6466	8,3562	61,238	48,2554	1,7295	14,9820	1,462,51	1,2212	44,568	1,3659
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>										
2014 Feb	0,9	0,1	-0,4	0,0	4,8	-0,2	1,1	0,6	-0,8	-0,6	0,4
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>										
2014 Feb	6,9	3,4	12,6	12,7	19,6	4,5	26,1	0,7	-0,7	11,9	2,2

Fuente: BCE.



## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Croacia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>IAPC</b>										
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013	0,4	1,4	0,5	2,3	1,2	1,7	0,8	3,2	0,4	2,6
2013 III	-0,7	1,2	0,2	2,2	0,5	1,6	0,9	2,4	0,7	2,7
IV	-1,0	1,1	0,4	0,6	0,5	0,7	0,6	1,3	0,3	2,1
2013 Nov	-1,0	1,0	0,3	0,7	0,5	0,4	0,5	1,3	0,3	2,1
Dic	-0,9	1,5	0,4	0,5	0,4	0,6	0,6	1,3	0,4	2,0
2014 Ene	-1,3	0,3	0,8	0,4	0,2	0,8	0,6	1,2	0,2	1,9
<b>Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
2010	-3,1	-4,7	-2,5	-6,4	-7,2	-4,3	-7,9	-6,8	0,3	-10,1
2011	-2,0	-3,2	-1,8	-7,8	-5,5	4,3	-5,0	-5,6	0,2	-7,7
2012	-0,8	-4,4	-4,1	-5,0	-3,2	-2,0	-3,9	-3,0	-0,2	-6,1
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
2010	16,2	38,4	42,7	44,9	37,8	82,2	54,9	30,5	39,4	78,4
2011	16,3	41,4	46,4	51,6	38,3	82,1	56,2	34,7	38,6	84,3
2012	18,5	46,2	45,4	55,5	40,5	79,8	55,6	37,9	38,2	88,7
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período</b>										
2013 Ago	3,51	2,40	1,94	5,04	3,65	6,31	4,30	5,04	2,34	2,29
Sep	3,64	2,42	2,10	4,92	3,89	6,16	4,49	5,27	2,60	2,44
Oct	3,71	2,33	1,93	4,99	4,01	5,58	4,28	5,22	2,44	2,26
Nov	3,64	2,18	1,80	4,97	3,99	5,82	4,38	5,29	2,30	2,31
Dic	3,43	2,20	1,89	5,10	3,69	5,78	4,42	5,29	2,39	2,50
2014 Ene	3,56	2,43	1,86	5,11	3,42	5,60	4,42	5,22	2,37	2,48
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>										
2013 Ago	1,09	0,46	0,27	1,91	0,41	3,85	2,70	3,66	1,20	0,51
Sep	1,05	0,45	0,27	1,90	0,40	-	2,69	3,40	1,21	0,52
Oct	1,03	0,45	0,27	1,72	0,40	3,60	2,67	2,86	1,21	0,52
Nov	0,97	0,40	0,25	1,35	0,40	3,33	2,65	2,44	1,16	0,52
Dic	0,97	0,38	0,26	1,01	0,40	3,00	2,67	2,33	1,01	0,52
2014 Ene	0,96	0,37	0,28	0,95	0,41	2,99	2,70	1,88	0,95	0,52
<b>PIB real</b>										
2012	0,8	-1,0	-0,4	-1,9	3,7	-1,7	1,9	0,4	0,9	0,3
2013	.	.	0,4	.	3,3	1,1	1,6	.	1,5	1,9
2013 II	0,2	-1,7	0,8	-0,7	4,0	0,6	1,3	1,6	0,7	2,0
III	0,7	-1,2	1,0	-0,6	2,3	1,7	1,8	4,0	0,7	1,9
IV	.	.	0,6	.	3,3	2,7	2,2	.	3,1	2,8
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>										
2011	1,4	-2,3	6,3	-0,8	-1,2	2,8	-3,0	-3,9	5,9	-1,1
2012	0,1	-1,1	6,0	0,2	2,0	3,6	-1,5	-3,0	5,9	-3,5
2013 II	6,1	-1,5	8,1	-2,2	9,2	6,2	4,0	2,4	6,1	-1,1
III	11,4	2,6	8,7	24,0	2,8	6,6	0,2	0,8	5,8	-6,3
IV	.	.	8,3	.	2,0	9,3	0,6	.	4,3	.
<b>Deuda externa bruta en porcentaje del PIB</b>										
2011	94,3	59,6	183,3	103,7	77,4	149,3	72,3	77,2	200,0	419,6
2012	94,9	60,2	181,8	102,5	75,4	128,9	71,1	75,2	191,2	385,3
2013 I	93,8	61,8	182,4	102,9	74,0	133,6	72,7	74,8	195,1	393,1
II	93,2	62,7	174,9	105,0	70,0	128,1	73,7	73,3	197,9	388,7
III	92,4	61,4	174,3	103,0	69,7	120,9	72,6	71,5	197,3	358,5
<b>Costes laborales unitarios</b>										
2012	-0,5	3,3	1,5	1,1	1,9	2,7	1,5	6,8	2,9	2,9
2013	.	.	1,0	.	.	.	.	.	.	.
2013 II	13,0	1,1	0,9	1,1	3,3	4,4	1,4	1,9	0,5	1,4
III	8,3	1,7	0,5	0,5	5,5	3,3	1,7	-2,4	1,3	1,9
IV	.	.	0,8	.	.	.	.	.	.	.
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>										
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	13,4	10,9	10,1	7,1	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,7	11,8	10,2	10,3	7,3	8,0	.
2013 III	12,8	6,9	7,2	17,8	11,5	10,1	10,2	7,3	7,9	7,5
IV	12,9	6,8	6,8	18,6	11,0	9,2	10,1	7,3	8,0	.
2013 Nov	12,9	6,8	6,8	18,7	10,9	9,3	10,1	7,4	8,0	7,2
Dic	13,0	6,8	7,2	18,7	10,9	8,8	10,0	7,3	8,0	.
2014 Ene	13,1	6,8	7,0	18,8	11,3	.	9,9	7,3	8,2	.

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.) <sup>2)</sup>	Agregado monetario amplio <sup>3)</sup>	Tipo de los depósitos interbancarios a 3 meses <sup>4)</sup>	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>5)</sup> (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	Deuda de las Administraciones Públicas en % del PIB <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,1	2,8	4,2	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,3	86,5
2013	1,5	1,1	1,9	2,5	7,4	6,7	0,27	3,27	1,3281	.	.
2012 IV	1,9	4,3	2,0	3,3	7,8	7,5	0,32	1,88	1,2967	-9,0	86,5
2013 I	1,7	1,7	1,3	2,5	7,7	7,3	0,29	2,09	1,3206	-7,2	88,0
II	1,4	2,0	1,6	2,1	7,5	7,0	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
III	1,6	1,9	2,0	2,4	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	-7,0	86,9
IV	1,2	-1,3	2,5	3,0	7,0	6,0	0,24	3,27	1,3610	.	.
2013 Oct	1,0	-	-	3,9	7,2	6,7	0,24	2,84	1,3635	-	-
Nov	1,2	-	-	2,8	7,0	6,1	0,24	2,99	1,3493	-	-
Dic	1,5	-	-	2,3	6,7	5,3	0,24	3,27	1,3704	-	-
2014 Ene	1,6	-	-	1,6	6,6	5,4	0,24	2,93	1,3610	-	-
Feb	.	-	-	.	.	.	0,24	2,90	1,3659	-	-
Japón											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	188,3
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,9	204,4
2012	0,0	-1,4	1,4	0,6	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	.	.
2013	0,4	.	1,6	-0,8	4,0	3,6	0,15	0,95	129,66	.	.
2012 IV	-0,2	0,3	-0,4	-6,0	4,2	2,3	0,19	0,84	105,12	.	.
2013 I	-0,6	0,0	-0,1	-7,8	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	.	.
II	-0,3	-0,6	1,3	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
III	0,9	-2,1	2,4	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
IV	1,4	.	2,7	5,8	3,9	4,3	0,14	0,95	136,48	.	.
2013 Oct	1,1	-	-	5,4	4,0	4,2	0,15	0,76	133,32	-	-
Nov	1,5	-	-	4,8	4,0	4,4	0,14	0,79	134,97	-	-
Dic	1,6	-	-	7,2	3,7	4,2	0,15	0,95	141,68	-	-
2014 Ene	1,4	-	-	10,6	.	4,4	0,14	0,82	141,47	-	-
Feb	.	-	-	.	.	.	0,14	0,81	139,35	-	-

### G41 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



### G42 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico; Thomson Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Datos desestacionalizados. Los correspondientes a Estados Unidos se refieren al sector privado no agrícola.

2) Los datos de marzo a agosto de 2011 relativos a Japón incluyen estimaciones para las tres prefecturas que se vieron más afectadas por el terremoto. La recogida de datos se restableció en septiembre de 2011.

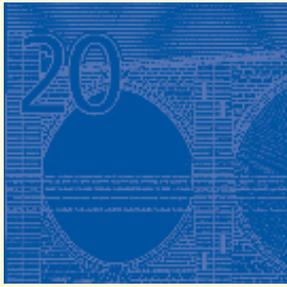
3) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2 + certificados de depósito para Japón.

4) En porcentaje. Para más información sobre el tipo de interés de los depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

5) Para más información, véase la sección 8.2.

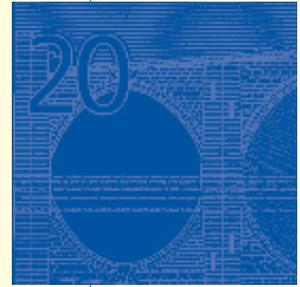
6) La deuda de las Administraciones Públicas se compone de depósitos, valores distintos de acciones y préstamos vivos y a su valor nominal, y está consolidada dentro del sector de Administraciones Públicas (fin de período).

7) Los datos del Producto interior bruto a precios constantes se refieren al Euro-18. Los datos de los índices de precios de consumo corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.



## LISTA DE GRÁFICOS

G1	Agregados monetarios	S12
G2	Contrapartidas	S12
G3	Componentes de los agregados monetarios	S13
G4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
G5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
G6	Préstamos a hogares	S14
G7	Préstamos a las AAPP	S16
G8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
G9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
G10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
G11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
G12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
G13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
G14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
G15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
G16	Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
G17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
G18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
G19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
G20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
G21	Nuevos depósitos a plazo	S43
G22	Nuevos préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	S43
G23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
G24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
G25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
G26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
G27	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
G28	Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas	S55
G29	Desempleo y tasas de vacantes	S55
G30	Déficit, necesidad de financiación y variación de la deuda	S60
G31	Deuda según los criterios de Maastricht	S60
G32	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	S61
G33	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	S61
G34	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	S62
G35	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	S62
G36	Posición de inversión internacional de la zona del euro	S65
G37	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	S65
G38	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S70
G39	Tipos de cambio efectivos	S73
G40	Tipos de cambio bilaterales	S73
G41	Producto interior bruto a precios constantes	S76
G42	Índices de precios de consumo	S76



## NOTAS TÉCNICAS

### PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos ajustados del mes  $t$  (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### SECCIÓN 1.3

#### CÁLCULO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO INDEXADAS

El tipo de interés de una operación de financiación a plazo más largo (OPFML) indexada es igual a la media de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) durante el período de vigencia de esa OPFML. Según esta definición, si una OPFML está viva durante  $D$  días y los tipos mínimos de puja de las OPF son  $R_{1,MRO}$  (durante  $D_1$  días),  $R_{2,MRO}$  (durante  $D_2$  días), etc., hasta  $R_{i,MRO}$  (durante  $D_i$  días), donde  $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$ , el tipo anualizado aplicable ( $R_{LTRO}$ ) se calcula como:

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

### SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, otras revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si  $L_t$  representa el saldo vivo a fin del mes  $t$ ;  $C_t^M$ , el ajuste por reclasificaciones en el mes  $t$ ;  $E_t^M$ , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y  $V_t^M$ , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones  $F_t^M$  del mes  $t$  se definen como:

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales  $F_t^Q$  del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se definen como:

$$e) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde  $L_{t-3}$  es el saldo vivo a fin del mes  $t-3$  (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo,  $C_t^Q$  es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes  $t$ .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si  $F_t^M$  y  $L_t$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del mes  $t$  queda definido como:

$$f) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Actualmente, la base del índice (de las series sin desestacionalizar) es igual a 100 en diciembre de 2010. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», del sitio web del BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)).

La tasa de crecimiento interanual  $a_t$  del mes  $t$  —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes  $t$ — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$g) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-1-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula h) dividiendo el índice de diciembre de 2002 por el índice de diciembre de 2001.

Las tasas de crecimiento para períodos inferiores al anual pueden obtenerse adaptando la fórmula h). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual  $a_t^M$  se puede calcular como:

$$i) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , donde  $a_t$  se define igual que en las fórmulas g) o h).

### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si  $F_t^Q$  y  $L_{t-3}$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes  $t$  queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes  $t$ , es decir,  $a_t$ , se puede calcular utilizando la fórmula h).

### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana  $y$ , en el caso de algunas series, se lleva a cabo indirectamente mediante una combinación lineal de los componentes. Este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican posteriormente a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan anualmente o cuando proceda.

### SECCIONES 3.1 A 3.5

#### IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos.

1 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area», BCE (agosto de 2000), y el sitio web del BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

2 Para más información, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento basado en modelos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2010, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

### **CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES**

Los saldos contables al final de cada cuenta de las secciones 3.1, 3.2 y 3.3 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas de la propiedad netas (recursos menos empleos).

La renta disponible neta también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta disponible neta, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando al saldo de la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias de capital netas (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables calculados a partir de la cuenta de capital y aquellos que se obtienen a partir de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan como el total de operaciones de activos financieros menos el total de operaciones de pasivos, mientras que otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan como (el total) de otras variaciones de activos financieros menos (el total) de otras variaciones de pasivos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio (riqueza) son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan como las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital más otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto y otras variaciones de activos no financieros.

El patrimonio (riqueza) neto de los hogares se calcula como la suma de los activos no financieros y el patrimonio (riqueza) financiero neto de los hogares.

#### SECCIONES 4.3 Y 4.4

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si  $N_t^M$  representa el flujo (emisiones netas) en el mes  $t$  y  $L_t$  el saldo vivo a fin del mes  $t$ , el índice  $I_t$  de los saldos nominales en el mes  $t$  queda definido como:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2008. La tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$l) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$n) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos nominales del mes  $t$ . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$o) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado, y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$p) a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

<sup>4</sup> Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area». BCE (agosto de 2000), y el sitio web del BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

## CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S81). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluida la energía, y los servicios. La energía se añade sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

## CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA o TRAMO-SEATS, dependiendo de las balanzas. En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta efectos de días laborables significativos. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando estas series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Los factores estacionales y los efectos de calendario se revisan semestralmente o cuando proceda.

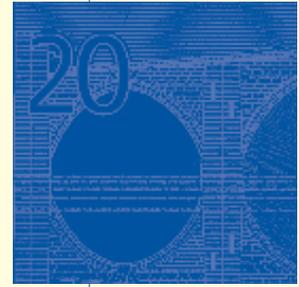
## SECCIÓN 7.3

### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre  $t$  se calcula a partir de las transacciones ( $F_t$ ) y las posiciones ( $L_t$ ) trimestrales de la siguiente manera:

$$r) \quad a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



## NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en el sitio web del BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), pueden consultarse series de datos más largas y detalladas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través de la «Statistical Data Warehouse» (SDW) del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintos conjuntos de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 5 de marzo de 2014.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos se refieren al grupo de 18 países que son miembros de la zona del euro (Euro-18) para las series temporales completas. En lo que se refiere a los tipos de interés, las estadísticas monetarias, el IAPC y los activos de reserva (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

La composición de la zona del euro ha cambiado en diversas ocasiones a lo largo de los años. Cuando el euro se introdujo en 1999, la zona del euro estaba integrada por 11 países (el Euro-11): Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Grecia se incorporó en 2001, dando lugar al Euro-12; Eslovenia en 2007, conformando el Euro-13; Chipre y Malta en 2008, apareciendo el Euro-15; Eslovaquia en 2009, constituyendo el Euro-16 y Estonia se incorporó en 2011, conformando el Euro-17. Letonia se incorporó en 2014, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó a 18. Desde octubre de 2012 las estadísticas de la zona del euro también incluyen el Mecanismo Europeo de Estabilidad, una organización internacional residente en la zona del euro con fines estadísticos.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN FIJA

Las series estadísticas agregadas correspondientes a las composiciones fijas de la zona del euro se refieren a una composición fija dada para las series temporales completas, independientemente de la composición existente en el momento al que hacen referencia las estadísticas. Por ejemplo, las series agregadas se calculan para el Euro-18 para todos los años, a pesar de que la zona del euro solo ha tenido esa composición desde el 1 de enero de 2014. Salvo indicación en contrario, en el Boletín Mensual se publican series estadísticas correspondientes a la composición actual.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN VARIABLE

Las series estadísticas agregadas con una composición variable tienen en cuenta la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, estas series estadísticas agregan los datos del Euro-11 hasta el período que finaliza el 31 de diciembre de 2000, los del Euro-12, desde 2001 hasta el final de 2006, y así sucesivamente. Con este enfoque, cada serie estadística individual incluye las distintas composiciones que ha tenido la zona del euro.

En el caso del IAPC y de las estadísticas basadas en el balance del sector de IFM («estadísticas monetarias»), las tasas de variación se calculan a partir de índices encadenados, y la nueva composición se introduce utilizando el factor de enlace en la fecha de ampliación. Por lo tanto, si un país se incorpora a la zona del euro en enero de un año determinado, los factores que se tienen en cuenta para elaborar los índices encadenados se refieren a la composición anterior de la zona del euro hasta diciembre del año anterior, ese mes incluido y, a partir de entonces, a la composición ampliada de la zona del euro. Para más información sobre las estadísticas monetarias, consúltese el «Manual on MFI balance sheet statistics», disponible en la sección «Statistics» del sitio web del BCE.

Dado que la composición de la unidad de cuenta europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio vigente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999<sup>1</sup> se expresan en unidades resultantes de la conversión de las monedas nacionales a los tipos de cambio irrevocables fijados el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y de consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los datos más recientes suelen ser provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Croacia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otras variaciones.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

## **PANORÁMICA GENERAL**

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

## **ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA**

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la evaluación

<sup>1</sup> Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en el sitio web del BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

mensual de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Las observaciones anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de sus emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10 % hasta noviembre de 1999 y del 30 % a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula aplicando los coeficientes de reservas de las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuentas corrientes (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidos aquellos que sirven para cumplir las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento que exceden las reservas obligatorias. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento inferiores a las reservas obligatorias, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema, en euros. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes, en cifras netas, del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

En el capítulo 2 se presentan las estadísticas del balance de las IFM y de otras instituciones financieras. Esta última categoría incluye los fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario, que forman parte del sector de IFM), las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulación 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 titilizan habitualmente préstamos originados en el sector de IFM y han de declarar esos préstamos en su balance estadístico, independientemente de que las normas contables pertinentes permitan a la IFM dar de baja los préstamos. Los datos sobre los préstamos titulizados por sociedades instrumentales que, no obstante, se mantienen en el balance de la IFM correspondiente (y, por lo tanto, en las estadísticas de las IFM) se presentan por separado. Estos datos trimestrales se recopilan de conformidad con el Reglamento BCE/2008/30<sup>4</sup> a partir de diciembre de 2009.

En la sección 2.11 se presenta el balance agregado de las empresas de seguros y fondos de pensiones residentes en la zona del euro. Las empresas de seguros abarcan los sectores de seguros y reaseguros, mientras que los fondos de pensiones incluyen las entidades con autonomía para la toma de decisiones y un conjunto completo de cuentas (fondos de pensiones autónomos). Esta sección incluye también una desagregación geográfica y un detalle por sectores de las entidades de contrapartida emisoras de valores distintos de acciones en poder de las empresas de seguros y fondos de pensiones.

## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados a precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado sucintamente, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: 1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; 2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de rentas de la propiedad (para el total de la economía; el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); 3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo

3 DO L 211, de 11.08.2007, p. 8.

4 DO L 15, de 20.01.2009, p. 1.

varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; 4) la cuenta de utilización de la renta, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; 5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias de capital netas a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad de financiación), y 6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de activos financieros y de pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las «cuentas no financieras» de la zona del euro (es decir, las cuentas 1) a 5) descritas anteriormente), siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros y no financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilita una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y fondos de pensiones.

## MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que habían adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición en sus distintas etapas), salvo las de emisiones de valores (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-17 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés

aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros concedidos a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión inferior o igual a un año (en casos excepcionales, inferior o igual a dos años). Los valores con i) un plazo a la emisión superior a un año, ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones por i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos, de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son básicamente comparables con los datos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro a cada categoría se calculan como una media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por las medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (euríbor); hasta esa fecha se aplicaban los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (libor). En el caso de Estados Unidos y Japón, los tipos de interés de los depósitos a tres meses están representados por el libor.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés a fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de

Svensson<sup>5</sup>. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye datos desestacionalizados del IAPC, elaborados por el BCE, así como índices experimentales de precios administrados, basados en el IAPC.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales<sup>6</sup>. Desde enero de 2009, en la elaboración de las estadísticas coyunturales se ha aplicado la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2 y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos<sup>7</sup>. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007<sup>8</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación

5 Véase L. E. Svensson, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», CEPR Discussion Papers, n.º 1051, Centre for Economic Policy Research, Londres, 1994.

6 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

7 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

8 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n° 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) n° 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>10</sup>. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por este) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 5 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95<sup>11</sup>. El SEC 95 fue modificado por el Reglamento (UE) n° 715/2010 de la Comisión, de 10 de agosto de 2010<sup>12</sup> que implantó la NACE Revisión 2, la Nomenclatura estadística de actividades económicas actualizada. La publicación de las cuentas nacionales de la zona del euro con esta nueva nomenclatura se inició en diciembre de 2011.

Los índices de cifra de negocios en la industria y en el comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), incluido el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que siguen las directrices de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en las que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

9 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

10 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

11 DO L 310, de 30.11.1996, p.1.

12 DO L 210, de 11.8.2010, p.1.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 han sido elaborados por el BCE a partir de las exigencias de información estadística establecidas en la Orientación del BCE, de 31 de julio de 2009, sobre las estadísticas de las finanzas públicas (BCE/2009/20)<sup>13</sup>. Los datos armonizados facilitados por los BCN se actualizan regularmente. Por tanto, los datos anuales agregados relativos al déficit y a la deuda de la zona del euro pueden diferir de los publicados por la Comisión Europea. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos elaborados por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>14</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas a su valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento de déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos sobre el déficit/superávit y la deuda de las Administraciones Públicas de cada uno de los países de la zona del euro, como se informó a la Comisión, de conformidad con el Reglamento (UE) n° 679/2010 del Consejo, debido a su importancia en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por los efectos de tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sin desestacionalizar sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas<sup>15</sup>. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

## TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)<sup>16</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>17</sup>. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de información de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión exterior directa (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información

13 DO L 228, de 1.9.2009, p. 25.

14 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

15 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

16 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

17 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmf.org](http://www.cmf.org)) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En el sitio web del BCE puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

El 9 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó la Orientación sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas exteriores (BCE/2011/23)<sup>18</sup>. Este acto jurídico establece nuevas exigencias de información en materia de estadísticas exteriores, que responden, principalmente, a los cambios metodológicos introducidos en la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI (MBP6). El BCE empezará a publicar las estadísticas de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de reservas internacionales de conformidad con la Orientación BCE/2011/23 y el MBP6 en 2014, con series históricas. Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Estos datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE y organismos internacionales (que, salvo el BCE y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) así como de los centros financieros extraterritoriales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

<sup>18</sup> DO L 65, de 3.3.2012, p. 1.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la PII trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. El detalle de las variaciones de la PII anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones en el que se utiliza información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a las inversiones directas por residentes en el extranjero y a las inversiones directas por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones para la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos incluidos en las reservas internacionales del Eurosistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros activos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones en oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En el sitio web del BCE puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a no residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 11). En la sección «Statistics» del sitio web del BCE puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, las Administraciones Públicas y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio FOB (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, e incluyen todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

## TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica

una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas con los socios comerciales de la zona correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003, 2004-2006 y 2007-2009, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cinco conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del índice de tipos de cambio efectivo (TCE) resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-20 está integrado por los 10 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-19 excluye Croacia. El grupo TCE-39 incluye, además de los del TCE-20, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Filipinas, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo (IPC), los índices de precios industriales (IPRI), los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas (CLUM) y los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT). Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el TCE-19.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse la nota metodológica pertinente y el Occasional Paper del BCE n.º 134 («Revisiting the effective exchange rates of the euro», de Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro y Cristina Pinheiro, junio de 2012), que puede descargarse del sitio web del BCE.

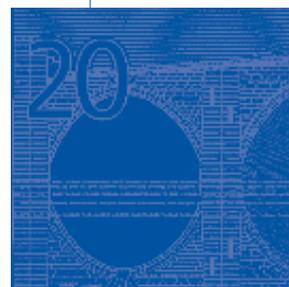
Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados diariamente como tipos de referencia para estas monedas. El tipo de cambio más reciente de la corona islandesa es de 290 coronas por euro y corresponde al 3 de diciembre de 2008.

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Sin embargo, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta que se muestran en este cuadro siguen los respectivos conceptos nacionales y no incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

## ANEXOS

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 12 DE ENERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

### 9 DE FEBRERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También ha aprobado los criterios de admisión y las medidas de control de riesgos específicos a cada país para la aceptación temporal de otros créditos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema.

### 8 DE MARZO, 4 DE ABRIL Y 3 DE MAYO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

### 6 DE JUNIO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo, acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 15 de enero de 2013; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

### 5 DE JULIO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,75 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de julio de 2012. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 1,50 % y el 0,00 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de julio de 2012.

### 2 DE AGOSTO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente.

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2011 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

#### **6 DE SEPTIEMBRE DE 2012**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente. Asimismo, decide las características de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, en sus siglas en inglés) en los mercados secundarios de deuda soberana de la zona del euro.

#### **4 DE OCTUBRE Y 8 DE NOVIEMBRE DE 2012**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente.

#### **6 DE DICIEMBRE DE 2012**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente. Asimismo, acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 9 de julio de 2013; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

#### **10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 7 DE MARZO Y 4 DE ABRIL DE 2013**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, 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 1,00 % con efectos desde el 8 de mayo de 2013, y mantener el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 0,00 %. 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 %, 1,00 % y 0,00 %, respectivamente.

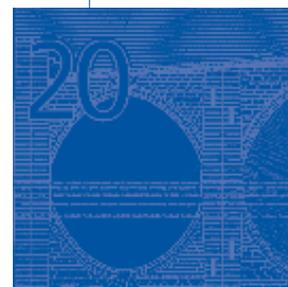
**7 DE NOVIEMBRE DE 2013**

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 desde el 13 de noviembre de 2013, y mantener el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 0,00 %. 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 Y 6 DE MARZO 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 0,00 %, respectivamente.

## EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)



TARGET2<sup>1</sup> desempeña un papel fundamental en la promoción de un mercado monetario integrado en la zona del euro, condición indispensable para la ejecución eficaz de la política monetaria única. El sistema contribuye, además, a la integración de los mercados financieros de la zona. Un gran número de participantes puede acceder a TARGET2. Casi 1.000 entidades de crédito europeas usan TARGET2 para procesar pagos por cuenta propia, de otros participantes (indirectos) o de sus clientes. Si se tienen en cuenta las sucursales y filiales, a través de TARGET2 puede accederse a casi 60.000 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 pequeños pagos de clientes. TARGET2 proporciona firmeza intradía para las transacciones y permite que los fondos abonados en la cuenta de un participante estén disponibles inmediatamente para realizar otros pagos.

### FLUJOS DE PAGOS EN TARGET2

En el cuarto trimestre de 2013, TARGET2 procesó 23.840.793 operaciones por un importe total de 124.076 mm de euros, lo que representa una media diaria de 372.512 pagos por un importe medio diario de 1.939 mm de euros. El día de máxima actividad de TARGET2 durante este trimestre fue el 29 de noviembre, fecha en la que se procesaron 520.862 pagos. Con una cuota de mercado del 60 % en lo que respecta al número de operaciones y del 91 % en cuanto al importe, TARGET2 mantuvo su posición dominante en el mercado de grandes pagos en euros. 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 36 % de los pagos totales en lo que se refiere al número de operaciones y del 91 % en cuanto al importe. El importe medio de un pago interbancario procesado en el sistema fue de 13,1 millones de euros, y el de un pago de clientes fue de 0,8 millones de euros. El 68 % de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 12 % 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 cuarto trimestre de 2013. Por lo que se refiere al porcentaje de operaciones, la curva se sitúa muy por encima de la distribución lineal, con un 70 % de las operaciones ya procesado a las 13.00 h, hora central europea, y con el 99,6 % liquidado una hora antes del cierre de TARGET2. En cuanto a los importes, la curva se sitúa ligeramente por encima de la distribución lineal hasta la mitad de la jornada, con alrededor del 59 % ya procesado a las 13 h, hora central europea. Posteriormente, la curva se aproxima más a la distribución lineal, lo que indica que los pagos de mayor importe se liquidan en torno a la hora de cierre de TARGET2.

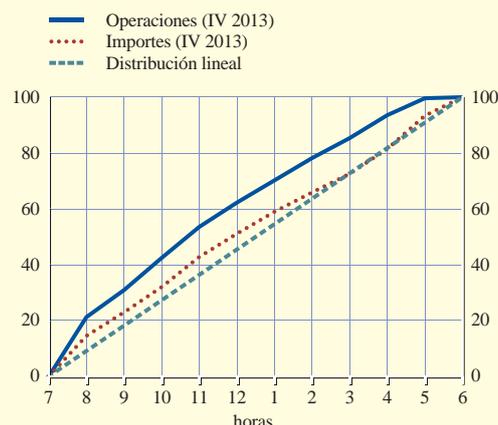
<sup>1</sup> TARGET2 es la segunda generación de TARGET y entró en funcionamiento en 2007.

## DISPONIBILIDAD DE TARGET2 Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el cuarto trimestre de 2013, TARGET2 logró una disponibilidad del 100%. El 28 de octubre, el cierre de TARGET2 se retrasó una hora, debido a los problemas técnicos experimentados por un sistema vinculado de importancia crítica. 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.

### Perfil intradía

(porcentajes)



Fuente: BCE.

- 2 Los pagos que se derivan de los procedimientos de liquidación llevados a cabo a través de la interfaz para sistemas vinculados se encuentran entre los excluidos para medir la disponibilidad. En el siguiente enlace se puede encontrar más información sobre los indicadores de disponibilidad: <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2/professional/indicators/html/index.en.html>.

### Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO1: número de operaciones

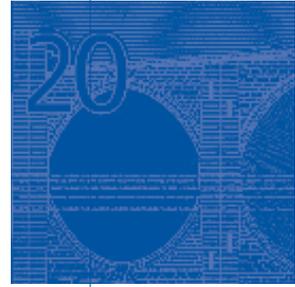
(número de pagos)	2012 IV	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV
<b>TARGET2</b>					
Total	23.167.441	22.321.754	23.600.140	22.827.447	23.840.793
Media diaria	361.991	360.028	374.605	345.870	372.512
<b>EURO1 (EBA Clearing)</b>					
Total	16.667.334	15.800.866	16.614.190	15.919.832	15.802.209
Media diaria	260.427	254.853	263.717	241.210	246.910

Notas: En enero de 2013, para mejorar la calidad de los datos de TARGET 2, 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)	2012 IV	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV
<b>TARGET2</b>					
Total	139.527	122.916	125.266	121.184	124.076
Media diaria	2.180	1.983	1.988	1.836	1.939
<b>EURO1 (EBA Clearing)</b>					
Total	12.988	12.794	12.514	11.676	11.695
Media diaria	203	206	199	177	183

Nota: Véanse notas del cuadro 1.



## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El BCE publica distintos documentos que proporcionan información sobre sus principales actividades: política monetaria, estadísticas, sistemas de pago y de liquidación de valores, estabilidad y supervisión financieras, cooperación internacional y europea y asuntos jurídicos.

### PUBLICACIONES ESTATUTARIAS

- Informe Anual
- Informe de Convergencia
- Boletín Mensual

### DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

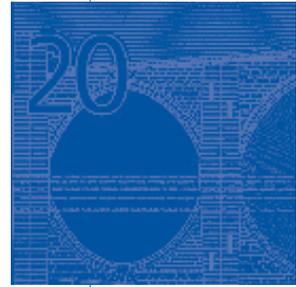
### PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- El Banco Central Europeo: historia, papel y funciones
- The international role of the euro
- La aplicación de la política monetaria en la zona del euro («Documentación General»)
- La política monetaria del BCE
- The payment system

El BCE también publica folletos e información sobre distintos temas, como billetes y monedas en euros, así como actas de seminarios y conferencias.

La lista completa de documentos (en formato pdf) publicados por el BCE y por el Instituto Monetario Europeo, el precursor del BCE de 1994 a 1998, se encuentra en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Los códigos de idioma indican en qué lengua está disponible cada publicación.

Salvo indicación en contrario, para realizar suscripciones o recibir gratuitamente copia impresa de las publicaciones, siempre que haya existencias, se ruega ponerse en contacto con [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).



## GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Activos de garantía:** activos pignorados o transferidos de algún modo como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos como parte de las cesiones temporales. Los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema deben cumplir determinados criterios de selección.

**Activos exteriores netos de las IFM:** activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

**Administraciones Públicas:** según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas):** la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

**Apoyo reforzado al crédito:** medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Balanza de pagos:** información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

**Base de reservas:** suma de las rúbricas del balance computables (en particular, pasivos) que constituyen la base para calcular las *exigencias de reservas* de una *entidad de crédito*.

**Comercio exterior de bienes:** exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza

de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

**Costes laborales unitarios:** medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

**Cuenta corriente:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

**Cuenta de capital:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

**Cuentas de capital:** parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

**Cuenta de transferencias corrientes:** cuenta de la balanza de pagos en la que se registra el valor de recursos reales o financieros cuando se transfieren sin recibir ninguna contrapartida. Las transferencias corrientes incluyen todas las transferencias que no son de capital.

**Cuenta de rentas:** cuenta de la balanza de pagos que incluye dos tipos de transacciones con no residentes: i) las que suponen el pago/cobro de remuneración de asalariados no residentes/residentes, y ii) las que suponen el cobro/pago de rentas de la inversión derivadas de la propiedad de activos/pasivos financieros exteriores y que incluyen rentas de inversión directa, inversión de cartera y otra inversión, y también ingresos procedentes de activos de reserva.

**Cuenta financiera:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

**Cuentas financieras:** parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

**Curva de rendimientos:** representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deflación:** descenso significativo y persistente de los precios de un amplio conjunto de bienes y servicios de consumo que queda incorporado a las expectativas.

**Desinflación:** proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

**Deuda (Administraciones Públicas):** deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

**Deuda (cuentas financieras):** préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

**Deuda externa bruta:** el saldo vivo de los pasivos corrientes reales (es decir, no contingentes) de una economía que exigen el pago del principal o de los intereses a los no residentes en algún momento futuro.

**Deuda pública indiciada a la inflación:** valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Empresas de seguros y fondos de pensiones:** sociedades y cuasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financiera resultante de la compensación de riesgos.

**Encuesta a expertos en previsión económica (EPE):** encuesta trimestral que el BCE ha llevado a cabo desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

**Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB):** encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la

construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** definida por el Consejo de Gobierno como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**Euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra. El euríbor se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

**Exceso de liquidez:** cantidad de reservas mantenidas por las entidades de crédito en el banco central por encima de las necesidades de liquidez agregadas del sistema bancario, determinadas por las exigencias de reservas y los factores autónomos.

**Exigencia de reservas:** exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. El cumplimiento de las exigencias se calcula sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

**Facilidad de depósito:** facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

**Facilidad marginal de crédito:** facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

**Factores autónomos de liquidez:** factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

**Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario):** instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

**Forward guidance:** comunicación del Consejo de Gobierno sobre la orientación condicional de la política monetaria con respecto a la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE.

**IFM (instituciones financieras monetarias):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen i) el Eurosistema, ii) las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho de la UE), iii) las instituciones financieras cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos), así como entidades de dinero electrónico que se dedican principalmente a la intermediación financiera emitiendo dinero electrónico, y iv) fondos del mercado monetario, esto es, instituciones de inversión colectiva que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Inflación:** incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Inversiones de cartera:** operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

**Inversiones directas:** inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

**M1:** agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Necesidad de financiación (Administraciones Públicas):** contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

**Operaciones de absorción de liquidez:** operación a través de la cual el Eurosistema absorbe liquidez con el fin de reducir el exceso de liquidez o de crear una escasez de fondos. Tales operaciones pueden llevarse a cabo mediante la emisión de certificados de deuda o de depósitos a plazo fijo.

**Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML):** operación de mercado abierto con vencimiento superior a una semana realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y 36 meses, con periodicidad variable.

**Operación de mercado abierto:** operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Estas operaciones incluyen operaciones temporales, operaciones simples, así como la emisión de depósitos a plazo fijo o certificados de depósitos o *swaps* de divisas. Las operaciones de mercado abierto pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

**Operación principal de financiación (OPF):** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante procedimientos de subasta estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Operación temporal:** operación por la cual el BCN compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

**Otras inversiones:** rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

**Paridad central (o tipo central):** tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Paridad del poder adquisitivo (PPA):** tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona

del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado o por hora trabajada:** remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

**Reservas internacionales:** activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

**Saldo fiscal estructural (Administraciones Públicas):** el saldo presupuestario observado ajustado por factores cíclicos (es decir, el saldo ajustado de ciclo) y por medidas fiscales de carácter extraordinario y transitorio.

**Saneamiento parcial:** ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

**Saneamiento total:** eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

**Sociedad instrumental:** entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulización. Suele emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas, y que están respaldados por una cartera de activos (habitualmente préstamos) que mantiene la sociedad instrumental. En algunos casos, en la operación de titulización pueden participar varias sociedades instrumentales, de modo que una sociedad mantiene los activos titulizados y otra emite los valores respaldados por dichos activos.

**Subasta a tipo de interés fijo:** procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena:** procedimiento de subasta en el que el banco central especifica previamente el tipo de interés (tipo fijo) y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán (adjudicación plena).

**Subasta a tipo de interés variable:** procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tasa de inflación implícita:** diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indexado a la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a grupos diferentes de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés de las IFM:** tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** tipos de interés que fija el *Consejo de Gobierno* y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

**Tipo máximo de puja:** tipo de interés más alto al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las operaciones de drenaje de liquidez ejecutadas mediante subastas a tipo de interés variable.

**Tipo mínimo de puja:** tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las operaciones de inyección de liquidez ejecutadas mediante subastas a tipo de interés variable.

**Titulización:** operación o sistema por el que un activo o un conjunto de activos que generan un flujo financiero, que suelen ser préstamos (hipotecas, préstamos al consumo, etc.), es transferido del originador (habitualmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. Esta sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos de renta fija que atienden el pago del principal y los intereses con los flujos financieros generados por el conjunto de activos.

**Vacantes:** término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5 %.

**Valores de renta variable:** representan una participación en la propiedad de una empresa, es decir, acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores distintos de acciones:** representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad:** el grado de fluctuación de una variable dada.

**Volatilidad implícita:** la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

**Zona del euro:** incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.