

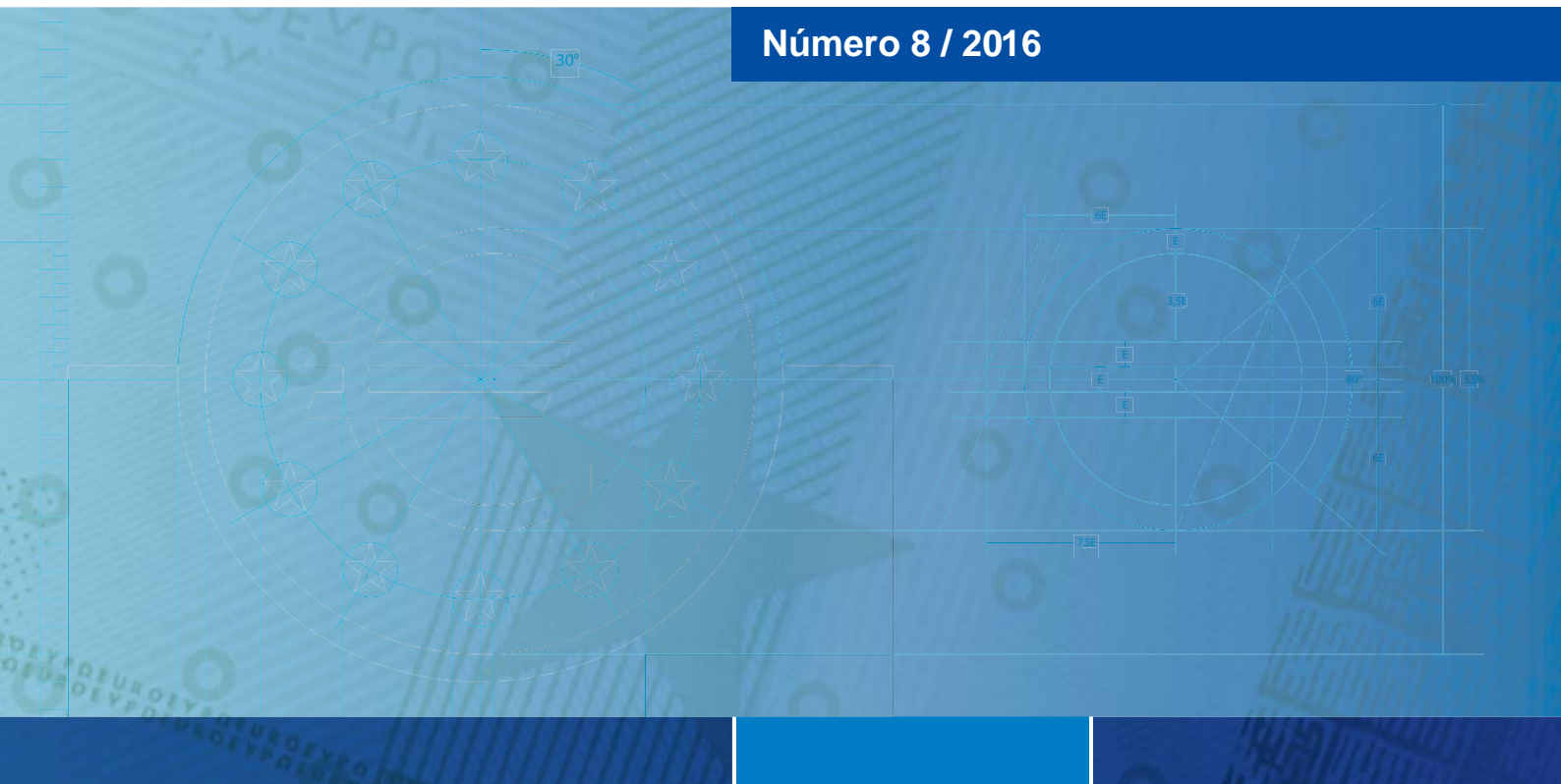


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 8 / 2016



Índice

Evolución económica y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	13
3 Actividad económica	18
4 Precios y costes	23
5 Dinero y crédito	29
6 Evolución de las finanzas públicas	36
Recuadros	39
1 El impacto del acuerdo de la OPEP de noviembre de 2016 sobre el mercado del petróleo	39
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 27 de julio y el 25 de octubre de 2016	42
3 Indicadores estructurales del entorno empresarial en la zona del euro	47
4 Evaluación del impacto de los costes de la vivienda en la inflación medida por el IAPC	52
5 La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2017 y la situación presupuestaria de la zona del euro en su conjunto	57
Artículos	62
1 El impacto de la incertidumbre en la actividad de la zona del euro	62
2 Análisis retrospectivo de las reformas de los derivados OTC: objetivos, avances y cuestiones pendientes	63
Estadísticas	S1

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria celebrada el 8 de diciembre de 2016, el Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, efectuó una evaluación exhaustiva de las perspectivas económicas y de inflación y de la orientación de la política monetaria. La evaluación confirmó la necesidad de ampliar el programa de compra de activos más allá de marzo de 2017 para preservar la cantidad muy considerable de apoyo monetario que es necesaria para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 8 de diciembre de 2016

La actividad mundial ha mejorado durante el segundo semestre de este año y se espera que continúe fortaleciéndose, aunque a un ritmo inferior al registrado antes de la crisis. La continuación de las políticas acomodaticias y la mejora de los mercados de trabajo han respaldado la actividad en Estados Unidos, aunque la incertidumbre acerca de las perspectivas en dicho país y a escala mundial ha aumentado desde la celebración de las elecciones en Estados Unidos. En Japón, se prevé que el ritmo de expansión se mantenga moderado, mientras que las perspectivas de crecimiento a medio plazo del Reino Unido se verán limitadas probablemente por la mayor incertidumbre en torno a las relaciones futuras de este país con la UE. Además, aunque es probable que la progresiva desaceleración del crecimiento en China afecte a otras economías emergentes, la moderación gradual de las profundas recesiones en algunos de los países exportadores de materias primas más importantes está sustentando cada vez más el crecimiento global. Los precios del petróleo se han elevado tras el acuerdo de la OPEP del 30 de noviembre y los efectos de anteriores caídas de los precios del crudo sobre la inflación mundial están disminuyendo lentamente. Sin embargo, la capacidad productiva sin utilizar a escala mundial, todavía abundante, está conteniendo la inflación subyacente.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado recientemente, y la pendiente de la curva de tipos *forward* del eonia se ha acentuado. El incremento de los rendimientos nominales registrado desde principios de octubre refleja, en parte, la tendencia al alza de los tipos de interés a más largo plazo a escala mundial, que fue más acusada en Estados Unidos. El avance de los rendimientos nominales se tradujo en un aumento del nivel y de la pendiente de la curva de tipos *forward* del eonia. Los diferenciales de renta fija privada se ampliaron ligeramente, pero se mantuvieron por debajo del nivel registrado a principios de marzo de 2016, cuando comenzó el programa de compras de bonos corporativos del Eurosistema. Aunque las cotizaciones generales subieron

ligeramente en la zona del euro, el comportamiento de los valores bancarios superó al del índice general.

La recuperación económica de la zona del euro continúa. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3 %, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2016, tras registrar un crecimiento similar en el segundo trimestre. Los últimos datos, particularmente los resultados de encuestas, apuntan a una continuación de la tendencia de crecimiento en el cuarto trimestre de 2016.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que la expansión económica avance a un ritmo moderado, pero cada vez más firme.

La transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real está apoyando la demanda interna y ha facilitado el desapalancamiento. La mejora de la rentabilidad empresarial y las condiciones de financiación muy favorables continúan promoviendo la recuperación de la inversión. Asimismo, el aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, respalda la renta real disponible de los hogares y el consumo privado. Paralelamente, se observan señales de una recuperación mundial algo más sólida. No obstante, se espera que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,7 % en 2016 y 2017, y del 1,6 % en 2018 y 2019. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se mantienen prácticamente sin variación. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,6 % en noviembre de 2016, frente al 0,5 % registrado en octubre y al 0,4 % de septiembre. Este aumento obedeció en gran parte a un incremento de la inflación interanual de los precios de la energía, si bien aún no se observan señales de una clara tendencia al alza de la inflación subyacente.

De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros del petróleo, es probable que las tasas de inflación repunten significativamente a finales de este año y principios del siguiente, hasta situarse por encima del 1 %, debido, principalmente, a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, de la recuperación económica esperada y de la correspondiente absorción gradual de la capacidad productiva sin utilizar, las tasas de inflación deberían continuar avanzando en 2018 y 2019.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, el 1,3 % en 2017, el 1,5 % en 2018 y el 1,7 % en 2019.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen prácticamente sin cambios.

Los bajos tipos de interés y los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE siguen apoyando el crecimiento monetario y crediticio. El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo estable en el tercer trimestre de 2016, pero se redujo ligeramente en octubre. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos al sector privado se incrementó en octubre. Las fuentes internas de creación de dinero volvieron a ser el principal factor impulsor del avance del agregado monetario amplio. Los efectos de las medidas de política monetaria del BCE continúan respaldando el crecimiento monetario y crediticio. Las entidades de crédito han ido trasladando sus favorables condiciones de financiación, lo que se ha traducido en la aplicación de tipos de interés más bajos a los préstamos y en la mejora de la oferta de crédito, contribuyendo así a la recuperación gradual de la dinámica crediticia. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras siguió fortaleciéndose en el tercer trimestre de 2016.

Decisiones de política monetaria

Para el cumplimiento de su objetivo de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones:

- En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Eurosistema seguirá realizando compras en el marco del programa de compras de activos (APP, en sus siglas en inglés) al ritmo actual de 80 mm de euros mensuales hasta el final de marzo de 2017. A partir de abril de 2017, está previsto que las compras netas continúen a un ritmo de 60 mm de euros mensuales hasta el final de diciembre de 2017, o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. Si, mientras tanto, las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance del ajuste sostenido de la senda de inflación, el Consejo de Gobierno prevé ampliar el volumen y/o la duración del programa. Paralelamente a las compras netas, se reinvertirán los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco de este programa a medida que vayan venciendo.
- Para asegurar que la ejecución de las compras de activos por el Eurosistema siga siendo fluida, el Consejo de Gobierno decidió ajustar los parámetros del APP a partir de enero de 2017. En primer lugar, el rango de vencimientos del programa de compras de valores públicos se ampliará reduciendo de dos años a un año la vida residual mínima de los valores admisibles. En segundo lugar, en la medida en que resulte necesario, se permitirán en el marco del APP las adquisiciones de valores con rendimiento inferior al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE.

- Los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron sin variación y el Consejo de Gobierno sigue esperando que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos.

La ampliación del APP se ha calibrado para preservar el grado muy considerable de acomodación monetaria necesario para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Esto, junto con el considerable volumen de compras ya realizadas y las próximas reinversiones, asegura que las condiciones de financiación en la zona del euro sigan siendo muy favorables, lo que continúa siendo fundamental para lograr el objetivo del BCE. En particular, la ampliación de las compras por parte del Eurosistema durante un horizonte temporal más largo permite una presencia más sostenida en los mercados y, por tanto, una transmisión más duradera de las medidas de estímulo del BCE. Esta calibración obedece a la recuperación moderada, aunque cada vez más firme, de la economía de la zona del euro y a unas presiones inflacionistas subyacentes aún débiles. El Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de la evolución de las perspectivas de estabilidad de precios y, si fuera necesario para el logro de su objetivo, actuará utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato.

Entorno exterior

La actividad mundial ha mejorado durante el segundo semestre de este año y se espera que continúe fortaleciéndose, aunque a un ritmo inferior al registrado antes de la crisis. La inflación mundial sigue viéndose moderada por los efectos de los anteriores descensos de los precios del petróleo, y se prevé que la abundante capacidad productiva sin utilizar a escala mundial afecte a la inflación subyacente en el medio plazo.

Actividad económica y comercio mundiales

La actividad global ha mejorado durante el segundo semestre de este año.

Los datos publicados durante los últimos meses apuntan a una expansión relativamente estable en las economías avanzadas y a una ligera mejora en las economías emergentes. Las perspectivas de actividad mundial a medio plazo siguen señalando que el crecimiento se fortalecerá, aunque a un ritmo inferior al registrado antes de la crisis. Las perspectivas mundiales continúan ensombrecidas por varios factores, entre ellos, el efecto adverso de los bajos precios de las materias primas en los países exportadores de estas materias, el reajuste gradual de la economía china y la creciente incertidumbre política en Estados Unidos.

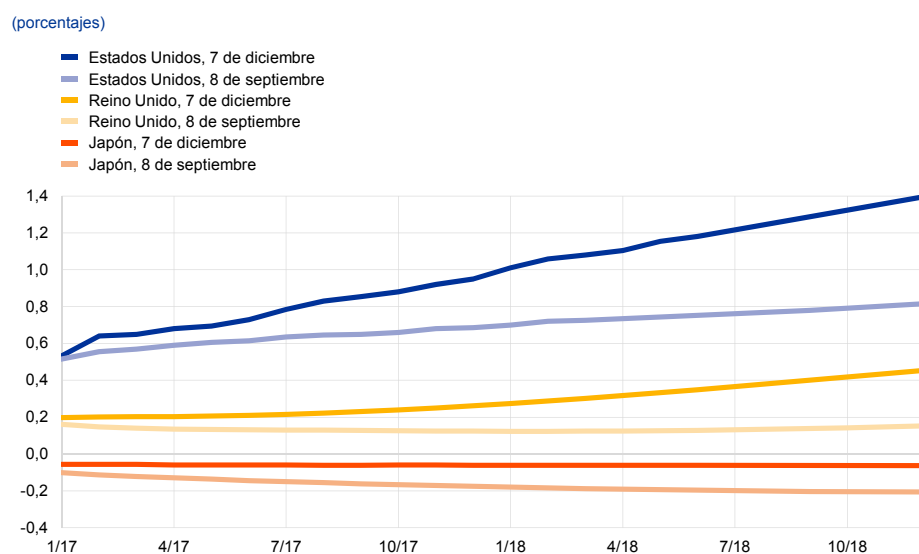
Los mercados financieros han mostrado capacidad de resistencia en las economías avanzadas, mientras que en algunas economías emergentes parecen estar surgiendo señales de presiones. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos se han incrementado notablemente, como consecuencia, en parte, de las expectativas de los mercados de aumento de la inflación asociadas a la posible adopción de medidas de estímulo fiscal. En los mercados bursátiles, la volatilidad ha disminuido en las últimas semanas, y los de las economías avanzadas han cobrado cierto impulso. Las economías emergentes se han beneficiado de la mejora de las condiciones de financiación en los últimos trimestres, pero, desde la celebración de las elecciones en Estados Unidos en noviembre, el retorno de los flujos de capitales a las economías emergentes ha comenzado a revertir, los diferenciales de la deuda pública de estas economías han aumentado y las presiones sobre sus monedas se han intensificado.

Las políticas monetarias continúan siendo acomodaticias. La curva de futuros sobre fondos federales se ha desplazado al alza en los últimos meses, reflejando, en parte, la previsión de unas políticas fiscales más expansivas en Estados Unidos (véase gráfico 1). En cambio, el Banco de Inglaterra redujo los tipos de interés y anunció nuevas medidas de expansión cuantitativa en su reunión de agosto, y el Banco de Japón introdujo algunas modificaciones en su marco de política monetaria en septiembre, consistentes en controlar la curva de rendimientos y en comprometerse a superar su objetivo de inflación.

Los datos publicados recientemente señalan un fortalecimiento de la actividad económica mundial en la segunda mitad del año. El índice de directores de

compras (PMI) compuesto de producción global, excluida la zona del euro, no experimentó variaciones en noviembre y se mantuvo en 53,3, apuntando a un crecimiento mundial sólido en el último trimestre del año (véase gráfico 2). La evolución observada en noviembre fue positiva en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes. En la misma línea, los indicadores adelantados y coincidentes de la OCDE señalan que, en las economías avanzadas, el ritmo de crecimiento es estable, pero también que este ritmo mejora en las principales economías emergentes. En conjunto, el crecimiento parece estar manteniéndose en las economías avanzadas y haber tocado fondo en las emergentes.

Gráfico 1
Expectativas de tipos de interés oficiales

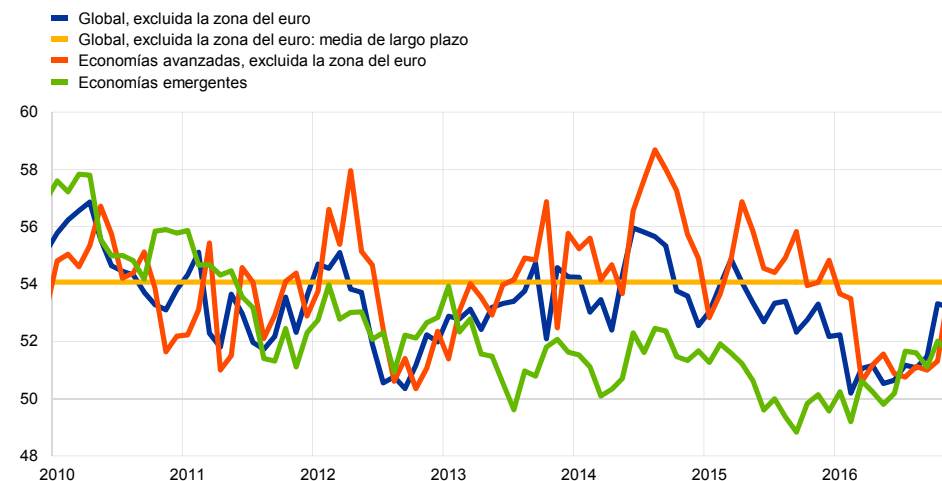


Fuentes: Bloomberg y Banco de Inglaterra.

Gráfico 2

Índice PMI compuesto de producción global

(Índice de difusión)



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

Notas: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2016. Las economías emergentes son un agregado de China, Rusia, Brasil, India y Turquía. Las economías avanzadas incluyen Estados Unidos, el Reino Unido y Japón. La media de largo plazo se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y noviembre de 2016.

En Estados Unidos, la actividad económica mejoró considerablemente en el tercer trimestre de 2016, tras registrar un crecimiento modesto en la primera mitad del año.

La demanda exterior neta y la inversión en existencias se recuperaron con fuerza y contribuyeron de forma notable al crecimiento del PIB real en el tercer trimestre, mientras que la inversión fija privada continuó siendo débil y el gasto en consumo se moderó. De cara al futuro, se espera que el crecimiento avance a un ritmo moderado, favorecido por la mejora de las variables económicas fundamentales. La incertidumbre política derivada de las elecciones presidenciales en Estados Unidos se ha acrecentado. Dado que las expectativas de adopción de medidas de estímulo fiscal han aumentado, se ha registrado cierto endurecimiento de las condiciones financieras, en particular de los tipos de interés a largo plazo.

Por lo que respecta al Reino Unido, pese al aumento de la incertidumbre observado en los días inmediatamente posteriores al referéndum sobre la pertenencia a la UE, la actividad económica mostró capacidad de resistencia en el tercer trimestre.

En ese trimestre, el crecimiento del PIB se sustentó en la solidez del consumo y en una notable contribución de la demanda exterior neta, mientras que la inversión resistió adecuadamente. No obstante, se prevé que la incertidumbre en torno a las relaciones comerciales futuras entre la UE y el Reino Unido constituya un lastre para la inversión, mientras que la depreciación que ha experimentado recientemente la libra esterlina afectará al consumo.

En cuanto a Japón, aunque el PIB real registró un sólido ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, la actividad económica subyacente continúa avanzando moderadamente.

Prevalecen los efectos adversos derivados de la limitada demanda exterior y de la debilidad del consumo privado. De cara al futuro, unas condiciones financieras acomodaticias y unos beneficios empresariales positivos deberían

estimular la inversión. Se espera que las exportaciones se recuperen gradualmente a medida que aumente la demanda exterior, pese a la anterior apreciación del yen. En cambio, se prevé que el consumo privado continúe creciendo a un ritmo pausado, así como que las medidas de estímulo fiscal fomenten la demanda interna en los próximos años.

El crecimiento de China se estabilizó en el tercer trimestre del año, sustentado en un fuerte consumo y gasto en infraestructuras. Aunque las perspectivas a corto plazo están dominadas por el alcance de las medidas de estímulo fiscal, se espera que el crecimiento económico mantenga una tendencia gradual a la baja en el medio plazo. El avance de la inversión seguirá moderándose, ya que el exceso de capacidad está disminuyendo paulatinamente. Se prevé que el consumo sea el principal factor impulsor del crecimiento.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que la actividad económica real se mantenga relativamente resistente en la mayor parte de la región. Se espera que estos países se beneficien de las elevadas inversiones respaldadas por fondos estructurales de la UE, así como de un consumo privado dinámico impulsado por un aumento de la renta disponible real y por la mejora de la situación en los mercados de trabajo en un entorno de inflación reducida.

La producción de los grandes países exportadores de materias primas está mostrando señales de recuperación, tras las profundas recesiones que han atravesado. Los datos disponibles indican cierta mejora de la actividad económica en Rusia. Las condiciones financieras se han suavizado a medida que el banco central ha reducido los tipos de interés oficiales debido al proceso de desinflación en curso, pese a la persistencia de elevados niveles de incertidumbre y a la escasa confianza de los consumidores. Aunque el repunte de los precios del petróleo proporcionará cierto alivio, la necesaria consolidación fiscal afectará al entorno empresarial. En Brasil se espera que la larga y profunda recesión toque fondo lentamente en la segunda mitad del año, en un contexto de menor incertidumbre política y de relajación de las condiciones financieras. Por otra parte, se prevé que la necesidad de aplicar medidas de consolidación fiscal de gran envergadura influirá adversamente en las perspectivas a medio plazo.

El comercio internacional ha cobrado algo de impulso en la segunda mitad de este año. Las importaciones mundiales, excluida la zona del euro, se revisaron ligeramente al alza en el primer semestre de 2016 y los indicadores disponibles apuntan a señales positivas sobre las perspectivas a corto plazo. Según datos del Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), tras dos trimestres de crecimiento negativo, las importaciones mundiales de bienes en términos reales se incrementaron un 0,7 % en el tercer trimestre (véase gráfico 3). El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó de nuevo en noviembre, apuntando a una mejora del dinamismo del comercio mundial en el último trimestre del año. A más largo plazo, se espera que el comercio mundial avance en línea con la recuperación de la actividad mundial. La desaceleración que ha experimentado el comercio mundial en los últimos años es mayormente estructural y es probable que persista¹.

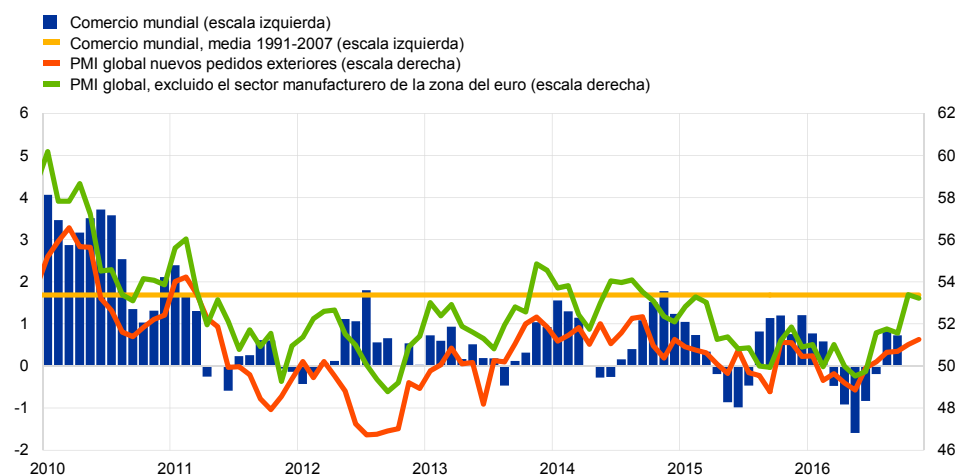
¹ Para más detalles, véase «Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?», *ECB Occasional Paper*, n.º 178, septiembre de 2016.

Por consiguiente, se parte de la hipótesis de que la elasticidad a medio plazo de las importaciones mundiales al crecimiento del PIB sigue considerablemente por debajo de los niveles anteriores a la crisis.

Gráfico 3

Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2016 (PMI) y a septiembre de 2016 (comercio mundial).

En general, se prevé que el crecimiento mundial se incremente progresivamente en el período 2016-2019. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, se acelerará gradualmente desde el 3 % en 2016 hasta el 3,5 % en 2017, el 3,7 % en 2018 y el 3,8 % en 2019. Se prevé que la demanda exterior de la zona del euro se incremente desde el 1,5 % en 2016 hasta el 2,4 % en 2017, el 3,4 % en 2018 y el 3,6 % en 2019. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2016, el crecimiento mundial se ha mantenido prácticamente invariable, mientras que el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro se ha revisado ligeramente a la baja, debido, principalmente, al menor avance de las importaciones en algunas economías avanzadas.

La incertidumbre en torno a las proyecciones de referencia relativas a la actividad económica mundial ha aumentado recientemente, pero los riesgos siguen apuntando a la baja, en particular en lo que respecta a las economías emergentes. Por lo que respecta a los riesgos al alza, la posible adopción de una orientación más expansiva de la política fiscal en Estados Unidos podría favorecer a la economía de este y otros países. Los riesgos a la baja incluyen la posibilidad de mayor proteccionismo comercial y un endurecimiento de las condiciones financieras a escala global, lo que podría exponer a los países con desequilibrios internos o externos a una intensificación de las presiones sobre los mercados financieros. Una reducción del exceso de apalancamiento en las economías emergentes, sobre todo en China, también podría llevar a un crecimiento más lento de la demanda interna, acrecentar la inquietud sobre la estabilidad financiera y provocar salidas de capitales. Por último, persisten los riesgos geopolíticos.

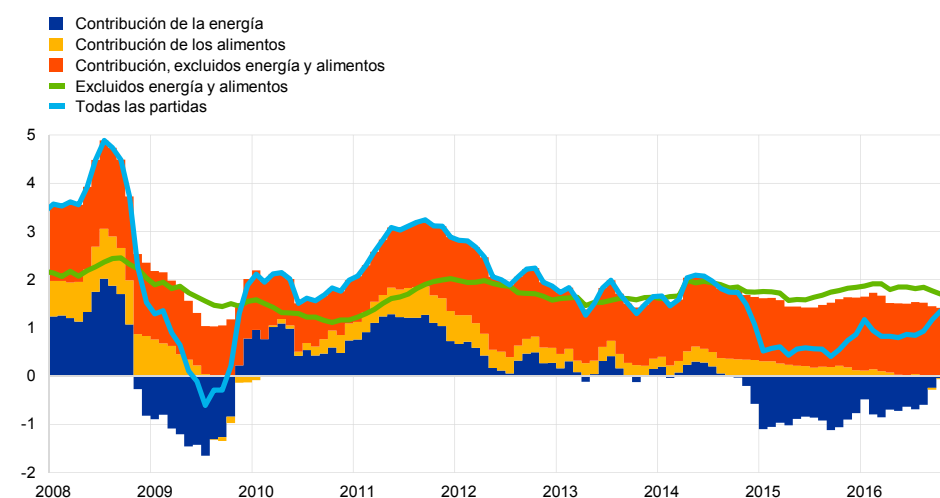
Evolución mundial de los precios

Los efectos de las anteriores caídas de los precios del petróleo continúan afectando a la inflación mundial, aunque el impacto está disminuyendo con lentitud. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se incrementó hasta situarse en el 1,4 % en octubre, desde el 1,2 % del mes precedente, como consecuencia de un crecimiento menos negativo de los precios de la energía y de los alimentos. Aunque la inflación medida por el IPC se ha mantenido en niveles bajos, esta evolución representa un incremento significativo en comparación con la primera mitad del año, en la que, en promedio, fue del 0,9 %. En los países de la OCDE, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, descendió ligeramente en octubre, hasta el 1,7 % (véase gráfico 4). Entre las economías avanzadas, la inflación aumentó en Estados Unidos, Japón y Canadá, mientras que en el Reino Unido experimentó un ligero descenso. En los principales países no pertenecientes a la OCDE, la inflación cayó en la India, Brasil y Rusia, mientras que en China se incrementó.

Gráfico 4

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: OCDE.

Nota: La última observación corresponde a octubre de 2016.

El precio del petróleo se incrementó notablemente tras la reunión de la OPEP celebrada el 30 de noviembre. Con anterioridad, el anuncio de esta organización de su intención de reintroducir cuotas de producción acrecentó la incertidumbre en el mercado. Tras la decisión adoptada de forma coordinada por la OPEP y por algunos países productores no pertenecientes a esta organización de recortar la producción en 1,2 y 0,6 millones de barriles diarios, respectivamente, en el primer semestre de 2017, el precio del Brent subió más de un 10 % y el 7 de diciembre se situó en 52 dólares estadounidenses por barril (desde 46 dólares el 29 de noviembre). De cara al futuro, el hecho de que las existencias registren máximos históricos seguirá actuando como colchón frente a subidas pronunciadas de los precios, pero la restricción conjunta de la oferta favorecerá una desacumulación fluida de las

existencias. En el recuadro 1 se analiza la nueva estrategia de oferta de la OPEP y se examinan las perspectivas de precios del petróleo a corto y a medio plazo con arreglo a patrones de oferta alternativos. Los precios agregados de las materias primas no energéticas aumentaron de manera acusada, impulsados por la reacción de los precios de los metales ante las noticias que señalaban que la demanda de China seguía siendo elevada y, más recientemente, ante el anuncio de nuevas inversiones en infraestructuras en Estados Unidos.

Según las previsiones, la inflación mundial aumentará con lentitud en un futuro próximo. Se prevé que los efectos de las anteriores caídas del precio del petróleo y de otras materias primas continúen disminuyendo, reduciendo el lastre sobre la inflación. Más adelante, la pendiente ascendente de la curva de futuros del petróleo anticipa subidas de los precios del crudo durante el horizonte de proyección. Por otra parte, se espera que la capacidad productiva sin utilizar a escala mundial, todavía abundante, continúe afectando a la inflación subyacente a escala global durante algún tiempo.

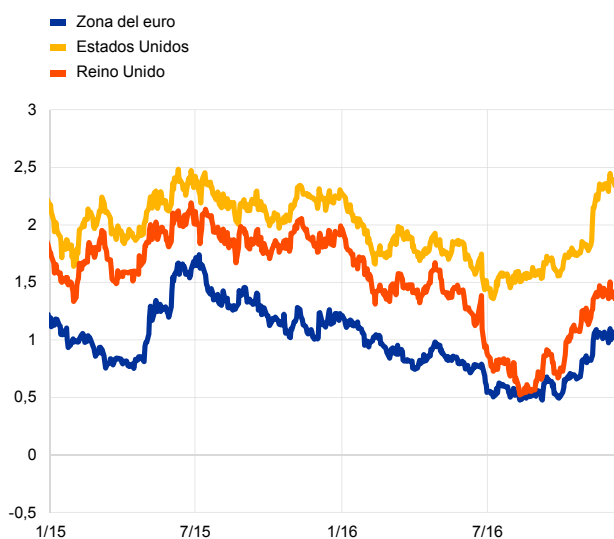
2 Evolución financiera

Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de septiembre, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado, y la pendiente de la curva de tipos forward del eonia se ha acentuado. El incremento de los rendimientos nominales se ha debido fundamentalmente a las expectativas de mayor inflación. Los diferenciales de los valores de renta fija privada se ampliaron ligeramente, pero se mantuvieron por debajo del nivel registrado a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Las cotizaciones generales subieron ligeramente en la zona del euro, aunque el comportamiento de los precios de las acciones del sector bancario superó al del índice general.

Gráfico 5

Rendimientos de la deuda soberana a diez años en la zona del euro, Estados Unidos y el Reino Unido

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Nota: Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años.

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han aumentado desde principios de septiembre. Durante el período de referencia (del 8 de septiembre al 7 de diciembre de 2016), el tipo swap del eonia (OIS, en sus siglas en inglés) a diez años de la zona del euro subió cerca de 50 puntos básicos, hasta alcanzar el 0,35 %.

En el mismo período, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderada por el PIB también se incrementó en 50 puntos básicos, situándose justo por encima del 1 % (véase gráfico 5). El ascenso de los tipos de interés se inició a principios de octubre y revirtió aproximadamente la mitad del considerable descenso que habían registrado los rendimientos de los tipos swap del eonia de la zona del euro desde principios de año, lo que hizo que el tipo swap del eonia se situara en los niveles de mediados de febrero. Los rendimientos de la deuda soberana a diez años también aumentaron, entre 40 y 90 puntos básicos, en los distintos países, mientras que los diferenciales de la deuda soberana respecto al tipo de interés del bono alemán a diez

años se ampliaron entre 5 y 50 puntos básicos, con la excepción de Grecia, donde se redujeron más de 200 puntos básicos. El aumento más pronunciado de los diferenciales de deuda soberana se produjo en Italia y estuvo asociado principalmente a la incertidumbre política derivada del referéndum constitucional celebrado el 4 de diciembre en ese país.

El aumento de los rendimientos de los tipos swap del eonia y de la deuda soberana de la zona del euro registrado desde principios de octubre reflejó, en parte, la tendencia al alza de los tipos de interés a más largo plazo a escala mundial. Esta tendencia fue más acusada en Estados Unidos, donde el incremento de los rendimientos obedeció fundamentalmente a las crecientes expectativas de los mercados de un alza de la inflación asociada a posibles medidas de estímulo fiscal y

al proteccionismo, con probables implicaciones en el curso de la política monetaria. En la zona del euro, el aumento de los rendimientos reflejó fundamentalmente una subida de los tipos de interés reales. No obstante, tras las elecciones presidenciales en Estados Unidos, las expectativas de inflación desempeñaron un importante papel en el incremento de los rendimientos nominales.

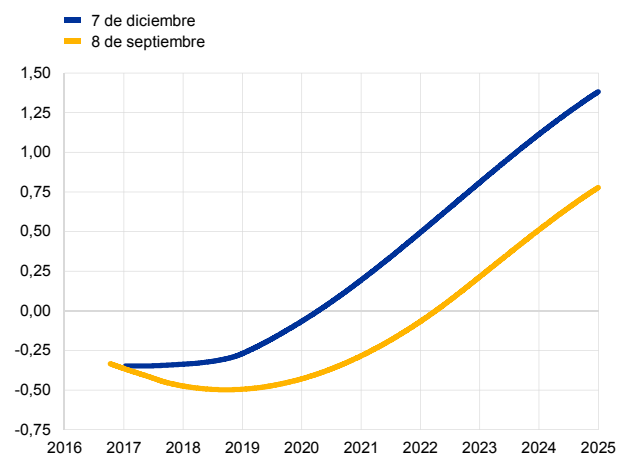
El avance de los rendimientos nominales se tradujo en un aumento significativo del nivel y de la pendiente de la curva de tipos *forward* del eonia.

Desde principios de octubre, la forma y la posición de esta curva han experimentado un cambio considerable, con un aumento de la pendiente de alrededor de 60 puntos básicos durante el período de referencia (véase gráfico 6). Los cambios en la forma de la curva sugieren que los mayores rendimientos nominales durante el período analizado también tuvieron su origen en las menores expectativas de orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE. Esto puede observarse en la desaparición de la pendiente descendente del tramo más corto de la curva, que se aplanó, lo que indica que los participantes en el mercado no esperan recortes adicionales de los tipos de interés aplicados a la facilidad de depósito. El eonia se mantuvo estable durante el período de referencia, en unos -35 puntos básicos. En consonancia con el patrón habitual, el eonia ascendió temporalmente y se situó en -32 puntos básicos hacia el final del tercer trimestre de 2016. Durante el período considerado, el exceso de liquidez en el sector bancario² aumentó en torno a 147 mm de euros, hasta la cifra de 1.185 mm de euros, debido fundamentalmente a las adquisiciones realizadas en el marco del programa ampliado de compra de activos del Eurosistema. En el recuadro 2 se presenta información más detallada sobre la evolución de la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria en la zona del euro.

² El exceso de liquidez se define como los depósitos de la facilidad de depósito netos del recurso a la facilidad marginal de crédito, más los saldos en cuenta corriente por encima de los que contribuyen a las exigencias de reservas mínimas.

Gráfico 6Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)

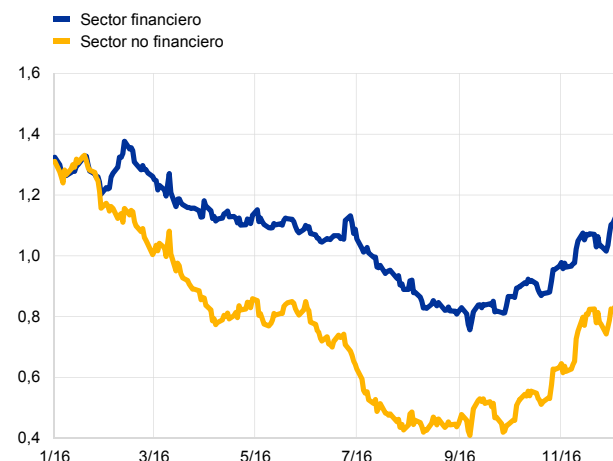


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 7

Rendimientos de los valores de renta fija privada en la zona del euro

(porcentajes)



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: Rendimiento medio de las categorías de calificación crediticia entre AAA y BBB.

La tendencia a la baja que habían registrado los diferenciales de los valores de renta fija privada emitidos por las sociedades no financieras desde el anuncio del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés) efectuado en marzo por el Consejo de Gobierno se interrumpió.

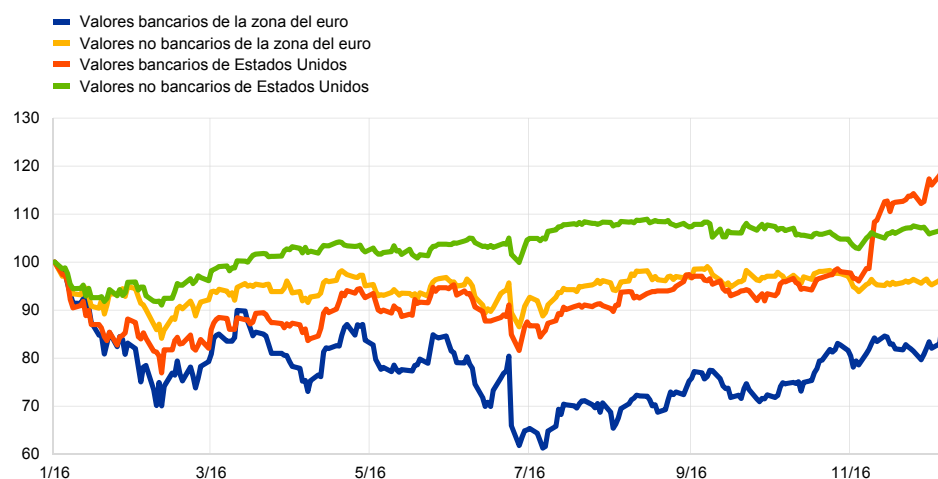
Tras una fase de caída de los rendimientos iniciada en torno a mediados de febrero —que incluyó un breve giro en junio atribuible a las tensiones provocadas por el referéndum del Reino Unido—, los rendimientos de los valores de renta fija privada emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron en todas las categorías de calificación crediticia desde principios de septiembre (véase gráfico 7). No obstante, estos incrementos fueron moderados en general —de unos 35 puntos básicos, en promedio, en las distintas categorías de calificación crediticia— y los diferenciales respecto a los tipos de interés sin riesgo solo se ampliaron ligeramente. Actualmente, los mayores rendimientos de la renta fija privada no apuntan, por sí mismos, a un fuerte aumento de la percepción de riesgos para las empresas por parte de los mercados. Los diferenciales de los valores de renta fija privada respecto a la curva correspondiente de bonos con calificación AAA se ampliaron entre 10 y 20 puntos básicos, aproximadamente, dependiendo de la calificación de los bonos de las sociedades no financieras. Pese a los recientes incrementos, el 7 de diciembre, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación AA, A y BBB todavía se situaban entre 10 y 35 puntos básicos por debajo de los niveles de principios de marzo de 2016, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del CSPP. En el sector financiero, los diferenciales de los valores de renta fija privada también se incrementaron ligeramente, entre 2 y 20 puntos básicos, en todas las categorías de calificación crediticia durante el período de referencia.

Las cotizaciones generales en la zona del euro han subido ligeramente desde principios de septiembre, mientras que las del sector bancario han

experimentado un fuerte incremento. El índice EURO STOXX amplio anotó una ganancia del 1,3 % durante el período de referencia, mientras que los valores bancarios de la zona del euro aumentaron en torno a un 16 % (véase gráfico 8). Tras registrar movimientos laterales en septiembre, las cotizaciones de estos valores han subido de forma acusada. Esta evolución ha estado asociada fundamentalmente a dos factores: la percepción entre los participantes en los mercados de que la finalización del marco de Basilea III será menos rigurosa, que puede haberse acrecentado tras el resultado de las elecciones en Estados Unidos, y el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos, que refleja una mejora de las perspectivas de crecimiento y de inflación mundiales, respaldando las expectativas de beneficios de los bancos. Considerando un horizonte más amplio y en comparación con los mínimos registrados después de conocerse el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE a finales de junio, las cotizaciones del sector bancario subieron en torno al 35 %. Paralelamente, la incertidumbre en los mercados —medida por las expectativas de volatilidad de los precios de los valores de renta variable— se mantuvo estable, en general, durante todo el período de referencia. A principios de diciembre, la volatilidad implícita de los mercados bursátiles de la zona del euro era del 15 % en términos anualizados, mientras que en Estados Unidos se situaba justo por encima del 11 %.

Gráfico 8
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2016 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

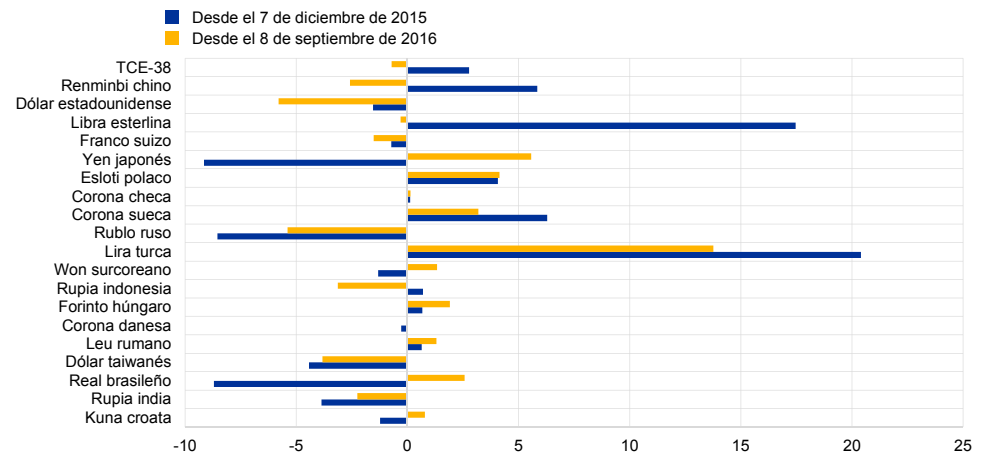
En los mercados de divisas, el euro se mantuvo prácticamente estable en cifras ponderadas por el comercio. En términos bilaterales, desde el 8 de septiembre, el euro se ha depreciado un 5 % frente al dólar estadounidense, lo que refleja una ampliación de los diferenciales de rendimiento después de principios de noviembre. El euro también se depreció frente al renminbi chino (1,9 %), así como frente a las monedas de otras economías emergentes de Asia. Al mismo tiempo, el debilitamiento generalizado del yen japonés se tradujo en una apreciación del euro del 6,6 % frente a la moneda nipona. El euro se mantuvo básicamente estable en relación con otras monedas principales, como la libra esterlina (0,6 %), en un

entorno de continua incertidumbre tras el resultado del referéndum del Reino Unido, así como el franco suizo (-0,8 %), mientras que se revalorizó frente a las monedas de otros muchos países de la UE (véase gráfico 9).

Gráfico 9

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: TCE-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Las variaciones se han calculado con respecto al tipo de cambio vigente el 7 de diciembre de 2016.

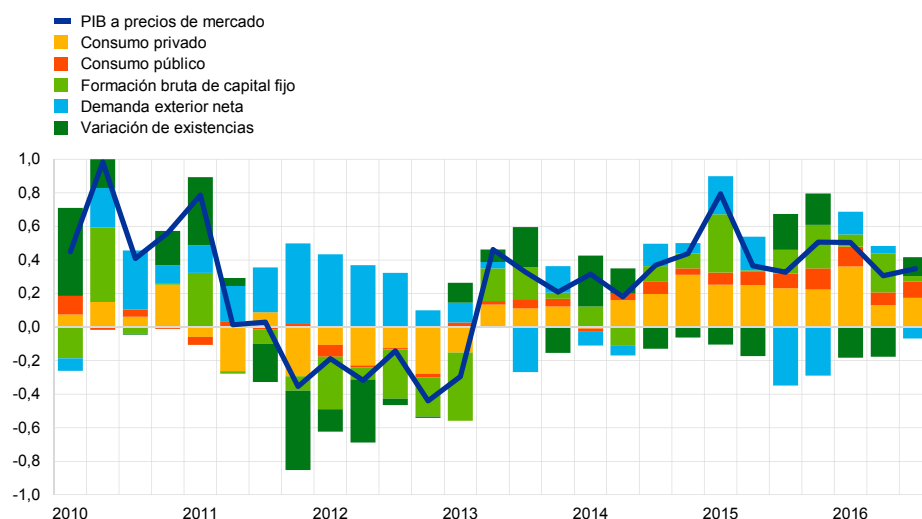
La actual expansión económica continúa siendo moderada, pero se está afianzando. La transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real está apoyando la demanda interna y facilitando el desapalancamiento. La mejora de la rentabilidad empresarial y unas condiciones crediticias muy favorables siguen promoviendo la recuperación de la inversión. El aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, y los precios aún relativamente bajos del petróleo deberían prestar un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016 prevén un crecimiento del PIB real del 1,7 % en 2016 y 2017, y del 1,6 % en 2018 y 2019. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja.

La actividad económica de la zona del euro continuó creciendo en el tercer trimestre de 2016. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3 %, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre del año, en consonancia con la dinámica de crecimiento observada en los tres últimos años y medio. En general, el avance del PIB real de la zona del euro se vio respaldado por la mejora de la demanda interna, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa (véase gráfico 10). Por lo tanto, el ritmo de crecimiento se ha mostrado bastante resistente ante la debilidad del comercio mundial y los recientes repuntes en los indicadores de incertidumbre política³.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones intertrimestrales en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

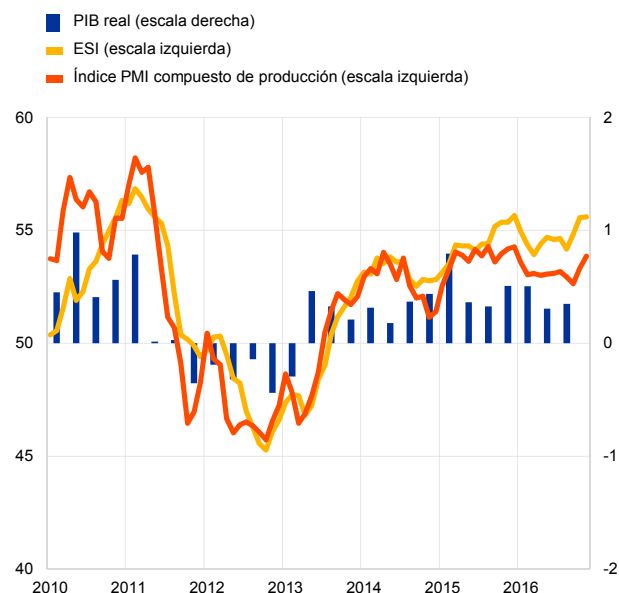
Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016.

³ En el artículo titulado «The impact of uncertainty on activity in the euro area», de este Boletín Económico, se analizan más detenidamente diversas medidas de incertidumbre y sus posibles consecuencias para la actividad económica de la zona del euro.

Gráfico 11

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

(tasas de crecimiento intertrimestral; saldos netos normalizados; índices de difusión)



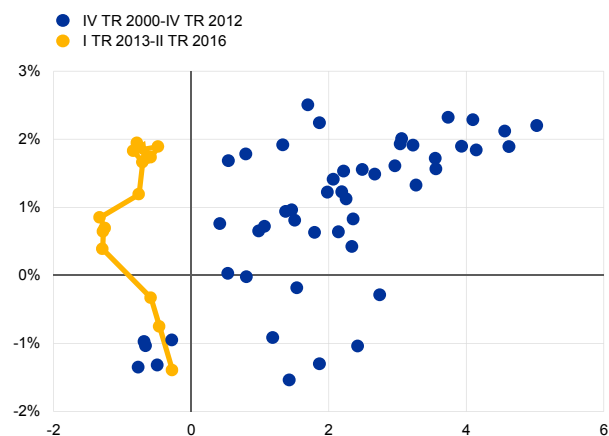
Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016 y a noviembre de 2016 para el indicador ESI y el índice PMI, respectivamente.

Gráfico 12

Endeudamiento de los hogares y consumo privado

[eje de abscisas: variación del endeudamiento de los hogares (puntos porcentuales, tasas interanuales); eje de coordenadas: crecimiento del consumo (porcentajes, tasas interanuales)]



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: El endeudamiento de los hogares se define como el porcentaje de préstamos en relación con su renta bruta disponible, ajustado por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2016.

Por el lado de la producción, el valor añadido experimentó un incremento intertrimestral del 0,3 % en el tercer trimestre de 2016 y se vio impulsado por la industria (excluida la construcción) y los servicios, así como por la construcción. Mientras que el valor añadido de la industria y los servicios se ha estado recuperando desde 2013, el sector de la construcción ha ido a la zaga y hasta hace poco no ha empezado a mostrar señales de estabilización y de una incipiente recuperación. La generalización de la recuperación es alentadora, ya que los períodos de baja dispersión del crecimiento en los distintos sectores se han visto acompañados habitualmente de un mayor crecimiento general.

Los indicadores apuntan a una continuación de la tendencia de crecimiento en el cuarto trimestre de 2016. El indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea, así como el índice PMI compuesto de producción, registraron una mejora generalizada en los distintos sectores y países en octubre y noviembre. El aumento de la confianza reflejó una valoración más positiva de la situación actual y mayores expectativas en relación con la mayor actividad económica. Los valores medios obtenidos de ambas encuestas en octubre y noviembre se situaron en niveles superiores a los observados en el tercer trimestre y por encima de sus respectivas medias de largo plazo (véase gráfico 11).

La capacidad de resistencia de la expansión económica continúa sustentándose principalmente en el consumo privado, que registró un incremento del 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2016. Este ligero repunte con respecto al segundo trimestre estuvo impulsado por el sólido dinamismo de la renta de los hogares, que se vio respaldado por la mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro. Al contrario que en el período anterior a la crisis, cuando el crecimiento del consumo iba asociado habitualmente a aumentos de las ratios de endeudamiento, recientemente ha estado acompañado de una disminución gradual de la ratio de endeudamiento de los hogares (véase gráfico 12). Esto pone aún más de relieve que la sostenibilidad

ya la capacidad de resistencia del consumo privado constituyen el principal motor de la actual expansión económica, en particular porque los mercados de trabajo

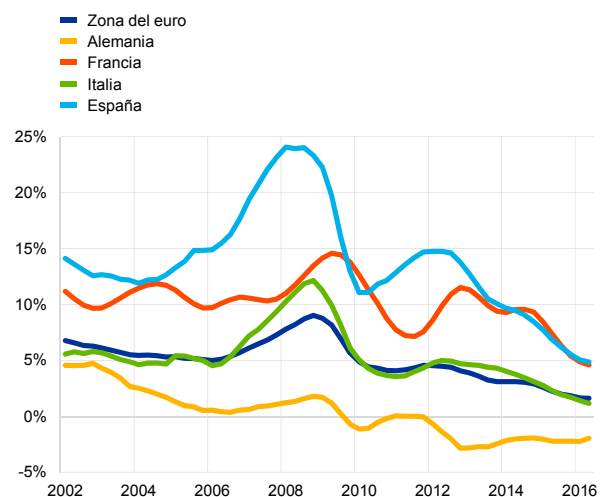
continúan recuperándose y la confianza de los consumidores se mantiene en niveles elevados.

La mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro sigue respaldando el consumo privado. El desempleo de la zona del euro ha seguido la tendencia descendente iniciada a principios de 2013. En el tercer trimestre de 2016, la tasa de paro se situó en el 10 %, su nivel más bajo desde mediados de 2011, y continuó cayendo en octubre, hasta situarse en el 9,8 %. Los indicadores más amplios del grado de holgura del mercado de trabajo —que también tienen en cuenta sectores de la población en edad de trabajar que se ven obligados a trabajar a tiempo parcial o han abandonado el mercado laboral— se mantienen en cotas elevadas, y están disminuyendo a un ritmo más lento que el desempleo agregado. El empleo continuó creciendo en el segundo trimestre y, como consecuencia, el nivel de empleo de la zona del euro aumentó en 2,3 millones de trabajadores con respecto a un año antes. Además, este nivel se sitúa menos de un 1 % por debajo del máximo registrado antes de la crisis, en el segundo trimestre de 2008. Información más reciente, como la procedente de las encuestas, sigue apuntando a una mejora continua de los mercados de trabajo de la zona del euro en los próximos meses.

Gráfico 13

Pagos netos por intereses de las sociedades no financieras

(en porcentaje del excedente bruto de explotación)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los porcentajes se basan en medias móviles de cuatro trimestres. La última observación corresponde al segundo trimestre de 2016.

La inversión continuó creciendo en el tercer trimestre, debido fundamentalmente a un repunte de la actividad de la construcción. Mientras que la producción de bienes de equipo solo creció ligeramente en el tercer trimestre de 2016, la producción de la construcción avanzó con más fuerza. El aumento de la inversión en construcción estuvo impulsado fundamentalmente por la mejora de los mercados de la vivienda en la zona del euro y fue generalizado en los distintos países. Según la encuesta de la Comisión Europea del cuarto trimestre de 2016, la percepción de la demanda como factor limitador de la producción de bienes de equipo ha descendido hasta su nivel más bajo desde el inicio de la Gran Recesión. La mejora de las condiciones financieras, el aumento de la confianza en el sector de la construcción y el creciente número de visados de obra nueva concedidos también apuntan a un repunte del crecimiento de la inversión en el cuarto trimestre.

A medida que la demanda continúe recuperándose, respaldada por la orientación muy acomodaticia

de la política monetaria del BCE, la inversión, tanto empresarial como en construcción, deberá seguir fortaleciéndose. Los pagos netos por intereses de las sociedades no financieras se han reducido constantemente desde 2013 (véase gráfico 13) y el incremento de los beneficios resultante debería fomentar la inversión, dada también la necesidad de reemplazar capital tras años de escaso dinamismo en la formación de capital fijo. Sin embargo, el lento ritmo de aplicación de las reformas, particularmente en algunos países, así como las débiles

perspectivas de crecimiento potencial, puede frenar el avance de la inversión. En este sentido, el entorno empresarial sigue siendo relativamente desfavorable en algunos países y deberían adoptarse medidas para abordar esta cuestión (para una información más detallada, véase también el recuadro 3 titulado «Indicadores estructurales del entorno empresarial en la zona del euro»).

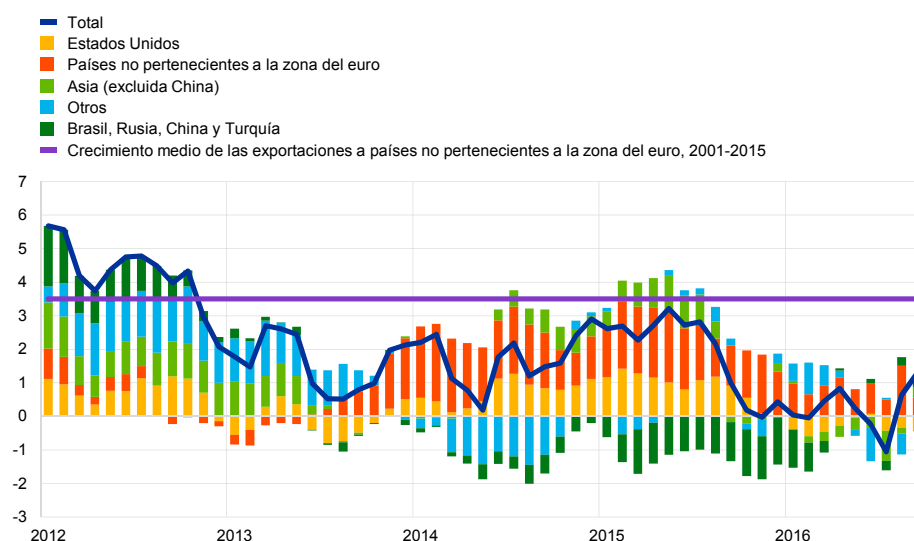
El entorno exterior continuó lastrando la actividad de la zona del euro en el tercer trimestre de 2016 y el crecimiento de las exportaciones totales mantuvo su debilidad.

Pese a haberse recuperado ligeramente en los últimos meses, el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro siguió siendo débil (véase gráfico 14). El escaso dinamismo exportador en el tercer trimestre obedeció fundamentalmente al descenso de las exportaciones a Estados Unidos y a países de la OPEP. La contribución tanto de Rusia como de América Latina al avance de las exportaciones de bienes fue prácticamente neutral, mientras que la de Asia (incluida China) y la de los países europeos no pertenecientes a la zona del euro fue positiva. Las cuotas de exportación de bienes de la zona del euro se mantuvieron básicamente estables en el tercer trimestre, lo que sugiere que los efectos positivos retardados de la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro están desapareciendo. Las encuestas relativas al cuarto trimestre de 2016 y los pedidos exteriores apuntan a que, en el corto plazo, el dinamismo de las exportaciones continuará siendo débil, aunque mejorará. A más largo plazo, se prevé que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro aumenten como consecuencia de la recuperación gradual del comercio internacional. No obstante, los riesgos para las perspectivas del comercio están relacionados con los posibles efectos adversos derivados del incremento de la incertidumbre en torno a las políticas comerciales.

Gráfico 14

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

(tasas de variación interanual de la media móvil de tres meses; contribuciones en puntos porcentuales)



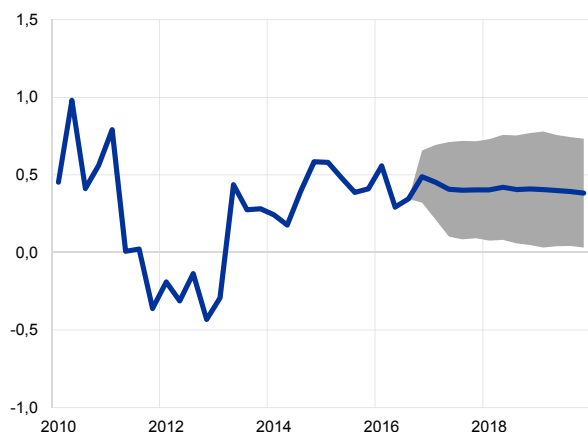
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2016, excepto en lo que respecta a los «países no pertenecientes a la zona del euro» y a «otros», para los que los datos más recientes se refieren a agosto de 2016. Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se expresan en términos reales.

Gráfico 15

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016.

Notas: Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», BCE, diciembre de 2009, disponible en el sitio web del BCE.

En general, se espera que la expansión económica de la zona del euro avance a un ritmo moderado, pero cada vez más firme. Las medidas de política monetaria continúan transmitiéndose a la economía real, apoyando con ello la demanda interna y facilitando el desapalancamiento. La mejora de la rentabilidad empresarial y unas condiciones de financiación muy favorables continúan promoviendo la recuperación de la inversión. El aumento sostenido del empleo, que también se está viendo favorecido por las reformas estructurales acometidas en el pasado, respalda la renta disponible real de los hogares y el consumo privado. Al mismo tiempo, se observan señales de una recuperación mundial algo más sólida. No obstante, se espera que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,7 % en 2016 y 2017, y del 1,6 % en

2018 y 2019. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se mantienen prácticamente sin variación. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja.

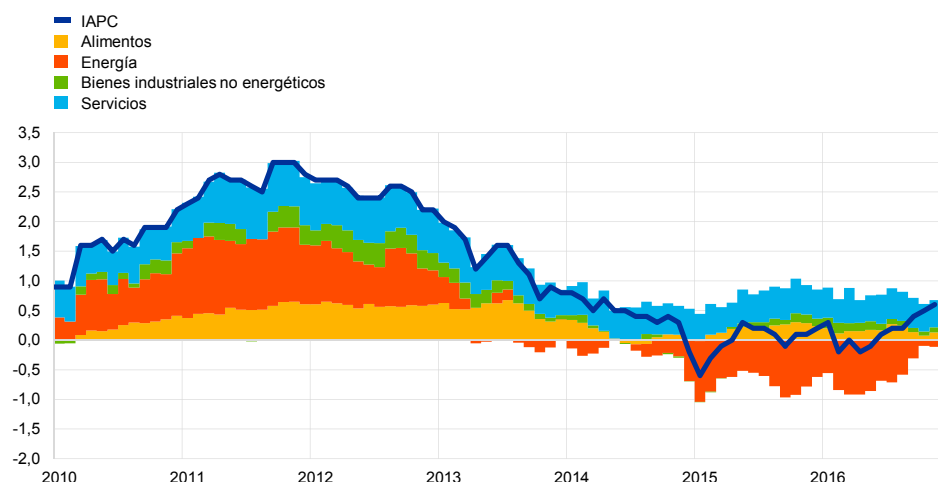
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,6 % en noviembre de 2016, frente al reciente mínimo del -0,2 % registrado en abril. Mientras tanto, la evolución subyacente de los precios sigue sin mostrar signos claros de una tendencia al alza. De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación sigan repuntando a finales de este año y principios del siguiente hasta situarse por encima del 1 %, debido, en gran medida, a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían continuar aumentando en 2017, 2018 y 2019. Este patrón también se refleja en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, el 1,3 % en 2017, el 1,5 % en 2018 y el 1,7 % en 2019.

La inflación general continuó con su evolución al alza en noviembre. Según la estimación de avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC volvió a aumentar hasta alcanzar el 0,6 % en noviembre, desde el 0,5 % de octubre y el 0,4 % registrado en septiembre (véase gráfico 16). El incremento de noviembre fue consecuencia, principalmente, de una inflación de los precios de los alimentos más elevada, mientras que en los meses anteriores el impulso al alza fue resultado, fundamentalmente, de un aumento de la tasa de variación de los precios de la energía. Sin embargo, la contribución de los precios de los alimentos a la inflación general se mantuvo en un nivel relativamente bajo en términos históricos.

Gráfico 16

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2016.

La evolución de la tasa de variación de los precios de la energía siguió determinando el perfil de la inflación general.

Las nuevas caídas de los precios del petróleo registradas en diciembre de 2015 y en enero de 2016, que afectaron a la tasa de crecimiento de los precios de la energía especialmente a través de los precios de combustible para transporte y para calefacción, hicieron que la inflación de los precios de la energía medida por el IAPC disminuyese hasta registrar un mínimo del $-8,7\%$ en abril de 2016. Posteriormente, el componente energético del IAPC registró un fuerte movimiento al alza, y se recuperó hasta alcanzar el $-0,9\%$ en octubre de 2016, debido, sobre todo, a efectos de base al alza, antes de volver a disminuir ligeramente hasta situarse en el $-1,1\%$ en noviembre. Pese a este leve descenso, sobre la base de los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que la tasa de crecimiento del componente energético del IAPC vuelva a aumentar con fuerza en los dos próximos meses. La tendencia al alza de la tasa de variación de los precios de la energía observada desde abril de 2016 fue el origen de la mayor parte de la recuperación de la inflación medida por el IAPC general, que aumentó 0,8 puntos porcentuales de abril a noviembre de 2016.

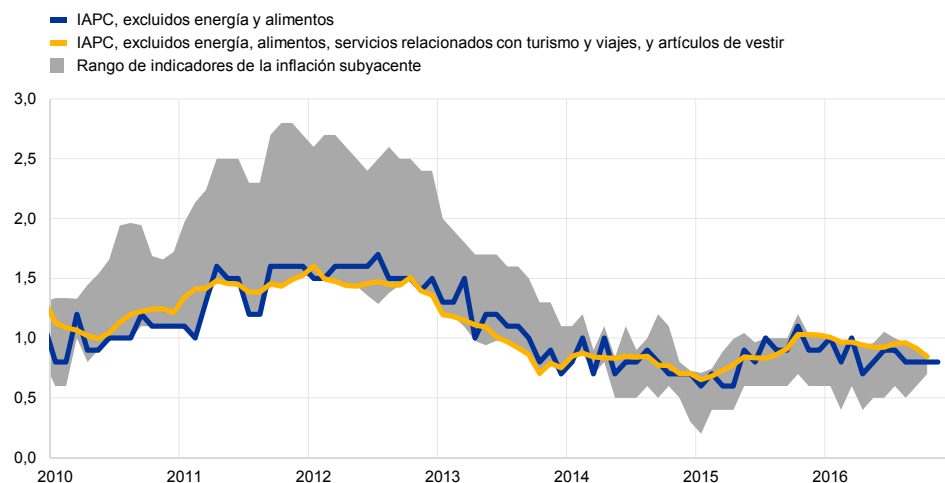
La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sigue sin mostrar señales de una tendencia al alza.

La inflación interanual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ha oscilado entre el $0,7\%$ y el 1% desde principios de 2016 y se ha mantenido sin variación, en el $0,8\%$, desde agosto. De igual modo, otros indicadores de la inflación subyacente no han mostrado signos claros de un impulso al alza (véase gráfico 17). La ausencia de un impulso al alza en la inflación subyacente podría deberse, en parte, a los efectos indirectos a la baja derivados de las acusadas caídas que registraron anteriormente los precios del petróleo y de otras materias primas, que se materializan con retraso. Cabe destacar que las presiones internas sobre los costes —especialmente, el crecimiento de los salarios— se han mantenido también contenidas. El bajo crecimiento de los alquileres, que son una parte importante del componente de servicios del IAPC, representa, asimismo, un lastre para la inflación subyacente, puesto que la tasa de variación de los precios de los alquileres sigue estando muy por debajo de su media histórica (véase el análisis del recuadro 4).

Gráfico 17

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores subyacentes incluye los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media truncada del 10 %; la media truncada del 30 %; la mediana del IAPC, y una medida basada en un modelo factorial dinámico. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2016 (IAPC, excluidos la energía y los alimentos) y a octubre de 2016 (resto de los indicadores).

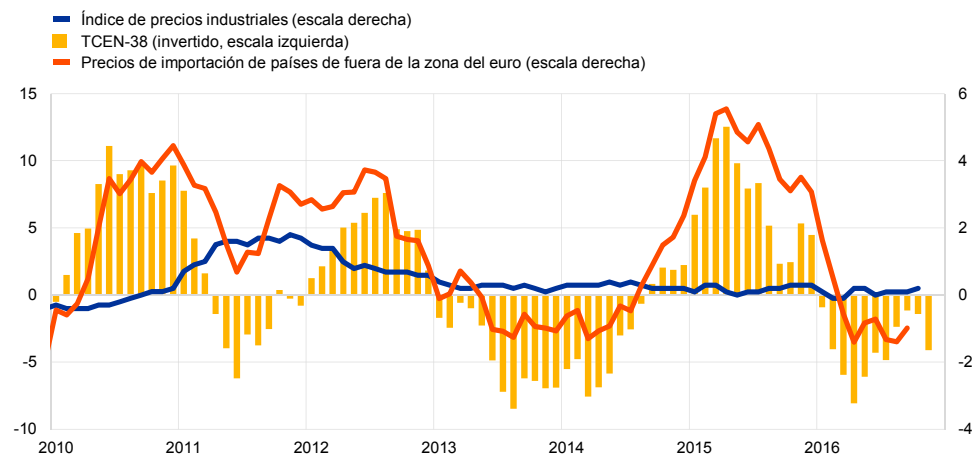
La tasa de variación de los precios de importación siguió siendo negativa, mientras que la de los precios industriales continuó siendo bastante estable.

La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se recuperó en cierta medida, desde el $-1,4$ % registrado en agosto hasta el -1 % de septiembre y el $-0,6$ % de octubre. Desde marzo de 2016, los precios de importación no han contribuido a las presiones al alza sobre los precios, y principalmente han reflejado el impacto de la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro desde principios de año (véase gráfico 18). En otras fases de la cadena de precios, los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio permanecieron prácticamente estables y su tasa de crecimiento interanual se situó en el $0,2$ % en octubre. Aunque es probable que la mejora de las condiciones económicas haya ejercido presiones al alza sobre los precios industriales, estas pueden haber sido contrarrestadas por los bajos precios de las materias primas y por las presiones desinflacionistas globales de manera más general.

Gráfico 18

Precios industriales y precios de importación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos mensuales. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2016 en el caso de los precios de importación y en el caso del IPRI, y a noviembre de 2016 en el caso del TCEN-38 (tipo de cambio efectivo nominal del euro). El TCEN-38 está invertido. Los valores negativos/positivos del gráfico reflejan una apreciación/depreciación del euro.

El crecimiento de los salarios se ha mantenido contenido. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 1,1 % en el segundo trimestre de 2016, frente al 1,2 % registrado en el trimestre anterior. En el tercer trimestre de 2016, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se situó en el 1,4 %, prácticamente sin variación con respecto a los dos trimestres anteriores. El avance de los salarios siguió viéndose lastrado por el todavía significativo grado de holgura del mercado de trabajo, el débil crecimiento de la productividad, la baja inflación y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis⁴.

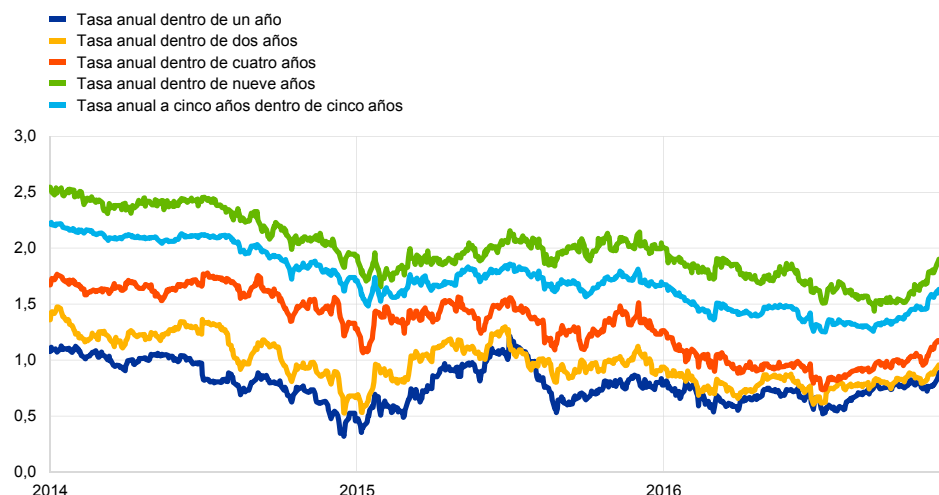
Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a más largo plazo aumentaron ligeramente, aunque permanecen en niveles bajos y bastante por debajo de los indicadores de mercado. Desde mediados de octubre, se ha observado cierta recuperación en los indicadores de mercado de las expectativas de inflación en todos los plazos de vencimiento, aunque partiendo de mínimos históricos (véase gráfico 19). Los reducidos niveles de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación reflejan, en parte, la limitada demanda de protección frente a la inflación en un entorno de baja inflación. A diferencia de los indicadores de mercado, los indicadores más recientes de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro basados en encuestas de opinión se han mantenido básicamente estables desde octubre, en torno al 1,8 %.

⁴ Véase el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», Boletín Económico, número 3, BCE, 2016.

Gráfico 19

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

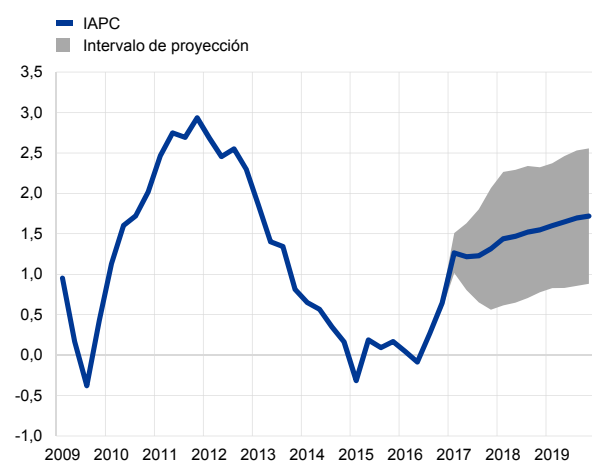


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden al 7 de diciembre de 2016.

Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», diciembre de 2016, publicado en el sitio web del BCE el 8 de diciembre de 2016.
Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2019 (proyecciones).

De cara al futuro, las proyecciones indican que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro repuntará significativamente a finales de este año y principios del siguiente y se mantendrá en una tendencia al alza durante 2017-2019. Teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que la inflación general siga aumentando a finales de este año y principios del siguiente hasta situarse por encima del 1 %, debido, en gran medida, a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían continuar incrementándose en 2017, 2018 y 2019. Sobre la base de la información disponible a mediados de noviembre, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016 sitúan la inflación medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, con un aumento posterior hasta alcanzar el 1,3 % en 2017, el 1,5 % en 2018 y el 1,7 % en 2019 (véase gráfico 20)⁵. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los

expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen prácticamente sin cambios.

⁵ Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», diciembre de 2016, publicado en el sitio web del BCE el 8 de diciembre de 2016.

Se espera que la inflación subyacente aumente de forma gradual durante el horizonte de proyección a medida que se vayan acumulando lentamente presiones al alza generadas por la menor holgura de la economía. Se prevé que la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, como refleja el acusado descenso de la tasa de desempleo, impulse un repunte gradual del crecimiento de los salarios y de la inflación subyacente durante el horizonte de proyección. En el contexto de la recuperación económica en curso, también se espera que se produzcan más presiones al alza sobre la inflación subyacente por las mejoras en la capacidad para fijar precios de las empresas y por el correspondiente aumento cíclico de los márgenes. La disminución de los efectos indirectos moderadores derivados de la evolución de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas también debería contribuir al incremento esperado de la inflación subyacente. Asimismo, cabe prever efectos al alza como resultado de la intensificación de las presiones sobre los precios a escala mundial con carácter más general. En conjunto, el repunte gradual de la inflación subyacente debería respaldar el avance de la inflación general durante el período 2017-2019.

5 Dinero y crédito

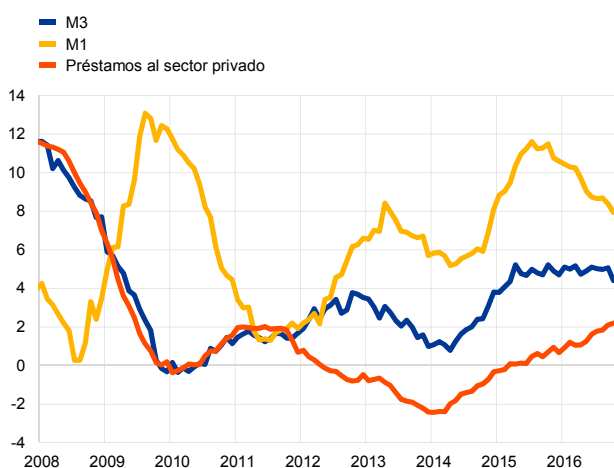
El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo estable en el tercer trimestre de 2016, pero se redujo ligeramente en octubre. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos al sector privado se incrementó en octubre. Los bajos tipos de interés y los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE siguen apoyando el crecimiento monetario y crediticio. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras continuó fortaleciéndose en el tercer trimestre de 2016.

El crecimiento del agregado monetario amplio se moderó en octubre, tras un período de estabilidad general. La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo al 4,4 % en octubre de 2016, tras haber permanecido anteriormente en torno al 5 % desde abril de 2015 (véase gráfico 21). Los bajos costes de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y de perfil plano de la curva de rendimientos, así como el impacto de las medidas de política monetaria del BCE, continuaron respaldando el crecimiento monetario. Asimismo, el crecimiento interanual de M1 se moderó durante el tercer trimestre de 2016 y disminuyó nuevamente en octubre.

Gráfico 21

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y cash pooling nacional. La última observación corresponde a octubre de 2016.

Pese a la desaceleración del crecimiento interanual de los depósitos a la vista en el tercer trimestre de 2016, estos depósitos siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento de M3.

En concreto, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los hogares se mantuvo prácticamente sin variación en el tercer trimestre y en octubre, la de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras se redujo durante estos períodos. La tasa de crecimiento del efectivo en circulación permaneció contenida, lo que indica que no existe una tendencia general en el sector tenedor de dinero a sustituir los depósitos por tesorería en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron disminuyendo en el tercer trimestre de 2016 y en octubre. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, se fortaleció

en el tercer trimestre, sustentada principalmente en el sólido crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario, pero se ralentizó en octubre.

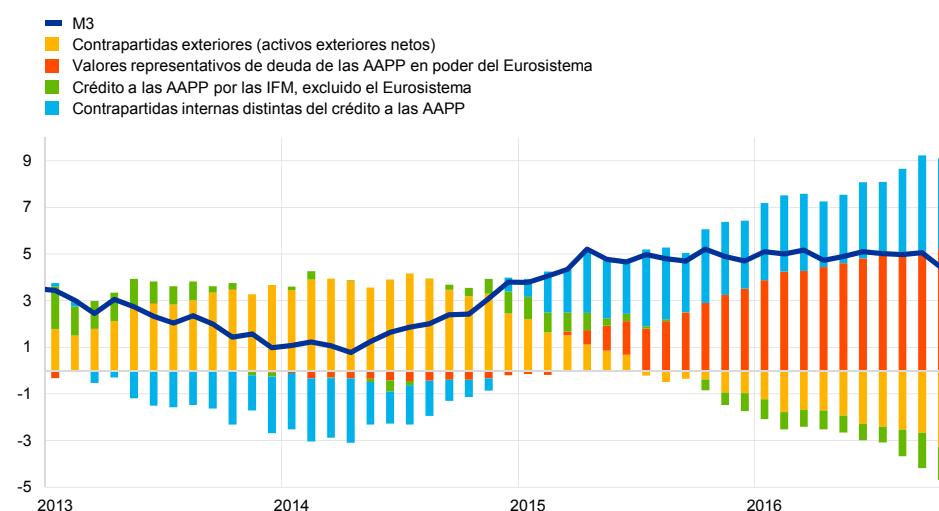
Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 22).

Entre las contrapartidas que contribuyeron de forma positiva al crecimiento de M3, se incluyen las adquisiciones de valores representativos de deuda de las AAPP por parte del Eurosistema (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 22),

principalmente en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del BCE. Además, el crecimiento de M3 sigue estando respaldado por contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 22). Esto se debe a la recuperación en curso del crédito al sector privado, junto con la persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. Estos pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas), cuya tasa de variación interanual es negativa desde el segundo trimestre de 2012, volvieron a disminuir en el tercer trimestre de 2016 y en octubre, debido, en particular, al impacto de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II, en sus siglas en inglés) del BCE. Las TLTRO actúan como sustituto de la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados y hacen que a los inversores les resulte menos atractivo mantener depósitos a largo plazo y bonos bancarios.

Gráfico 22 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde a octubre de 2016.

En cambio, los activos exteriores netos de las IFM siguieron ejerciendo fuertes presiones a la baja sobre el crecimiento interanual de M3, debido a las salidas continuadas de capital de la zona del euro (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 22). Las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP contribuyen notablemente a esta tendencia, ya que los ingresos de estas ventas se invierten, sobre todo, en instrumentos fuera de la zona del euro. Además, las IFM, excluido el Eurosistema, aumentaron sus ventas de valores representativos de deuda de las AAPP, lo que frenó el crecimiento de M3 (véase la parte verde de las barras del gráfico 22).

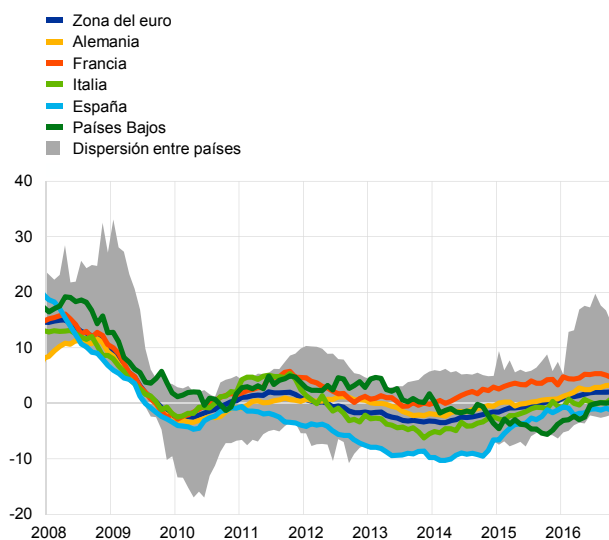
El crecimiento de los préstamos continuó recuperándose gradualmente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado [ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*cash pooling* nacional)] aumentó en el tercer trimestre de 2016 y en

octubre (véase gráfico 21). En los distintos sectores, la recuperación de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, tras haber perdido algo de impulso en el tercer trimestre, volvió a incrementarse en octubre (véase gráfico 23). En general, el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras se ha recuperado sustancialmente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014. Esta evolución es generalizada en los países más grandes, aunque las tasas de crecimiento de los préstamos son aún negativas en algunas jurisdicciones. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se mantuvo sin cambios en el tercer trimestre de 2016 y en octubre (véase gráfico 24). Las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (fundamentalmente, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y las mejoras en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito.

Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual)



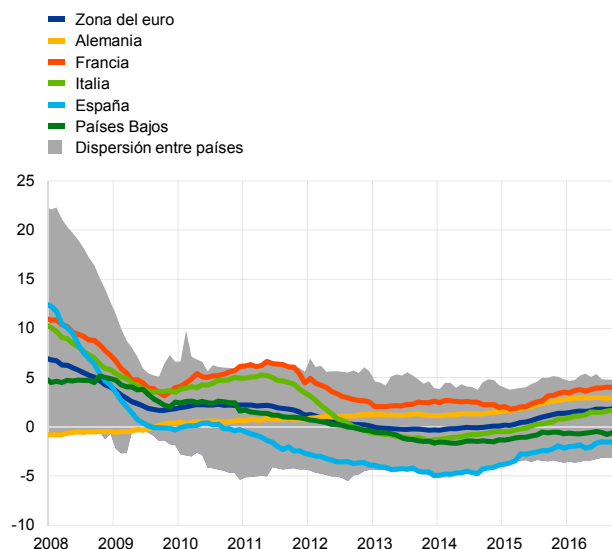
Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y *cash pooling* nacional. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a octubre de 2016.

Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y *cash pooling* nacional. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a octubre de 2016.

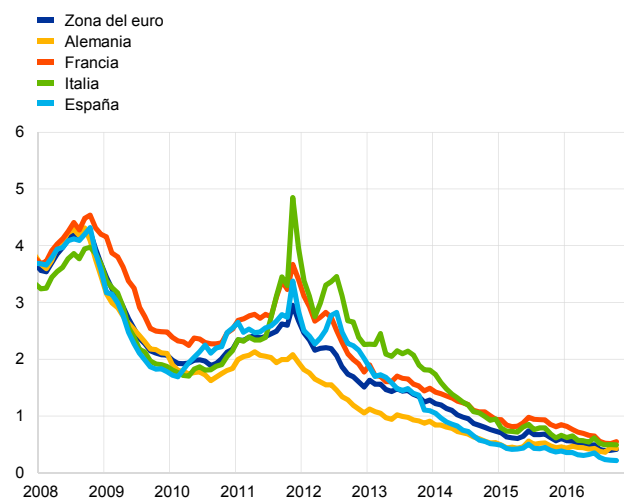
En el tercer trimestre de 2016, el crecimiento de los préstamos continuó sustentándose en el aumento de la demanda en todas las categorías de préstamo, mientras que los criterios de aprobación no variaron en el caso de los préstamos a empresas (tras la relajación neta registrada durante los dos últimos años) y se suavizaron para los préstamos a hogares. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2016, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares continuaron relajándose

debido a la presión de la competencia y, en menor medida, a la menor percepción de riesgo. Por otra parte, el incremento de la demanda de préstamos estuvo impulsado principalmente por el bajo nivel general de los tipos de interés, las crecientes necesidades de financiación de fusiones y adquisiciones, y las favorables perspectivas del mercado de la vivienda (véase la [encuesta](#)). En este contexto, el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE está ejerciendo un impacto positivo en los volúmenes de crédito, mientras que está influyendo negativamente en los ingresos netos por intereses y en los márgenes de los préstamos de las entidades de crédito. Además, según las entidades de crédito participantes en la encuesta, el programa de compra de activos del BCE tuvo un efecto positivo en la oferta de crédito mediante la relajación de las condiciones aplicables a los préstamos, pero un efecto negativo en el margen de intermediación de las entidades.

Gráfico 25

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

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



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

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

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron siendo favorables.

El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda aumentó algo en octubre, después de permanecer básicamente estable en el tercer trimestre de 2016 (véase gráfico 25). El ligero incremento de octubre estuvo impulsado por el aumento de los rendimientos de los bonos bancarios, mientras que el coste de los depósitos siguió descendiendo marginalmente. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, la amortización neta de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM, el fortalecimiento de los balances de las entidades de crédito y la menor fragmentación de los mercados financieros han contribuido a que el coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda caiga hasta situarse en niveles muy reducidos. En consonancia con esta evolución, las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2016 señalaron una mejora del acceso a la financiación

mediante valores representativos de deuda en el tercer trimestre, aunque esperan que dicho acceso prácticamente no varíe en el cuarto trimestre.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron en niveles muy favorables en el tercer trimestre de 2016 y en octubre (véanse gráficos 26 y 27).

El tipo de interés sintético de los préstamos concedidos a los hogares para adquisición de vivienda continuó descendiendo en el tercer trimestre de 2016 y en octubre, registrando un nuevo mínimo histórico. En ese período, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras fluctuó en torno a los reducidos niveles alcanzados anteriormente. Desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014, los tipos de interés sintéticos

de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido sustancialmente más que los tipos de referencia del mercado, lo que señala una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés del crédito bancario. El descenso de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido la reducción de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Entre mayo de 2014 y octubre de 2016, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron 110 puntos básicos. La caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios fue especialmente acusada en los países vulnerables, contribuyendo así a mitigar las asimetrías observadas anteriormente en la transmisión de la política monetaria en los distintos países. En el mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro se estrechó de forma considerable y prácticamente se estabilizó en el tercer trimestre de 2016 y en octubre. Esto indica que, en general, las pequeñas y medianas empresas se han estado beneficiando en mayor grado que las grandes empresas de la contracción de los tipos de interés de los préstamos.

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa concedida a las sociedades no financieras continuó fortaleciéndose en el tercer trimestre de 2016.

La financiación externa de las sociedades no financieras se sitúa actualmente en los niveles observados a principios de 2005 (antes de que comenzara el período de excesivo crecimiento del crédito). La recuperación registrada desde principios de 2014 en la financiación externa de las sociedades no financieras se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, en las reducciones adicionales del coste de los préstamos bancarios, en la relajación de las condiciones de concesión de dichos préstamos, en el muy bajo coste de los valores de renta fija y, más recientemente, en el aumento de las fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras, que se sitúan en máximos históricos, así como las dudas acerca de la solidez de la recuperación mundial y la percepción asociada de escasez de oportunidades de inversión fija rentable, han moderado la financiación externa.

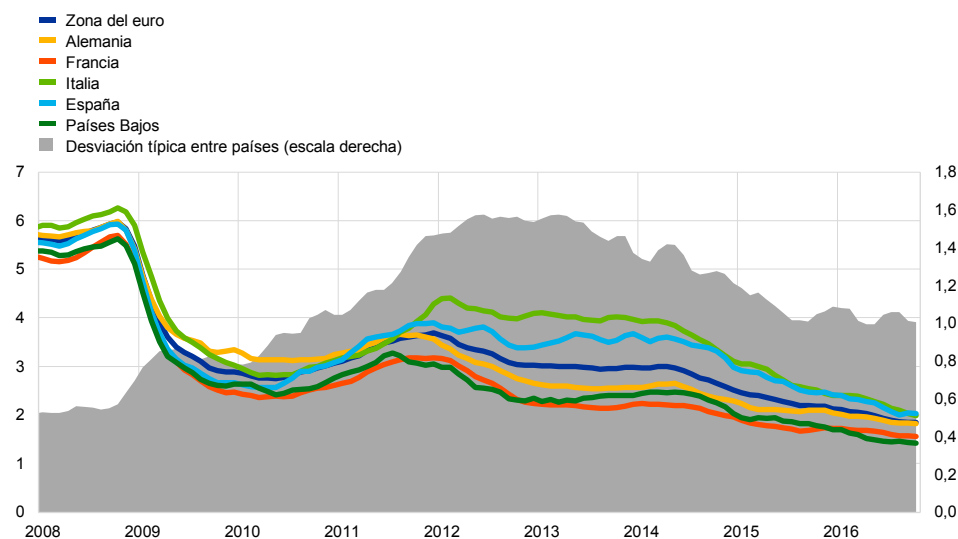
La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo vigorosa en octubre de 2016, antes de disminuir en noviembre.

Los datos oficiales del BCE más recientes muestran que la actividad emisora se fortaleció notablemente en septiembre. Este aumento fue generalizado en los distintos países y se vio respaldado, entre otros factores, por las compras de bonos corporativos por parte del BCE. Los datos preliminares sugieren que la actividad emisora continuó siendo elevada en octubre, antes de moderarse en noviembre como consecuencia, posiblemente, del aplazamiento de las emisiones previstas por parte de los emisores. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras ha seguido siendo bastante modesta en los últimos meses.

Gráfico 26

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

(tasa de variación interanual; medias móviles de tres meses)



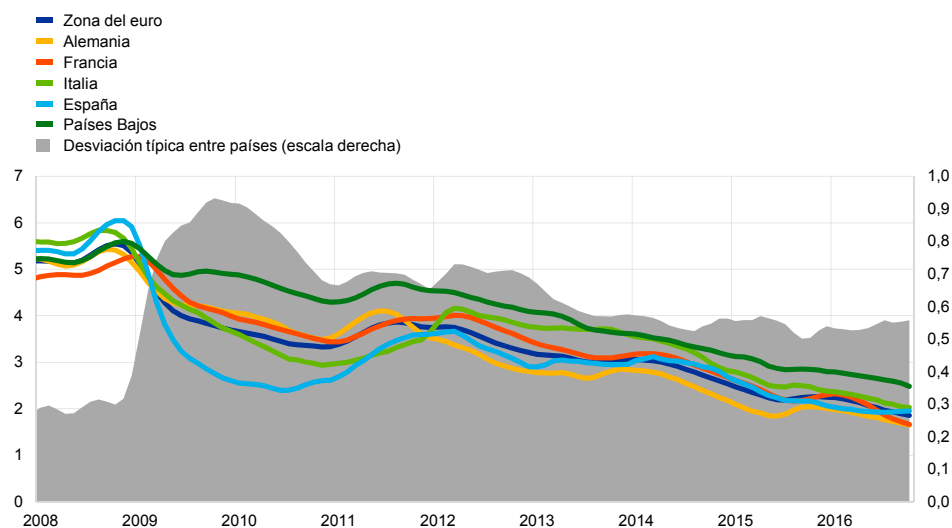
Fuente: BCE.

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

Gráfico 27

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(tasa de variación interanual; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

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

Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguen siendo muy favorables. El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras se redujo ligeramente en septiembre y octubre de 2016, tras aumentar moderadamente en agosto desde el mínimo

histórico registrado en julio. Más recientemente, el coste de la financiación mediante valores de renta fija ha mostrado señales de un posible giro, en un contexto de incremento de los rendimientos de la renta fija a escala mundial. Al mismo tiempo, el coste de la financiación mediante acciones continúa siendo elevado, como consecuencia de las altas primas de riesgo de las acciones.

Según las proyecciones, durante el período 2016-2019, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas y las ratios de deuda de la zona del euro se mantendrán en una senda descendente. Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona sea expansiva en 2016 y que pase a ser prácticamente neutral en 2017-2019. La reducción de la deuda se sostendrá fundamentalmente en un diferencial favorable entre crecimiento y tipos de interés, a tenor de las mejores condiciones cíclicas y de los bajos tipos de interés. Algunos países disponen de margen de maniobra fiscal que podría utilizarse para respaldar el crecimiento. En el caso de los países con altos niveles de deuda, es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales en consonancia con las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) a fin de que su ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente.

A tenor de las proyecciones, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro seguirá disminuyendo gradualmente a lo largo del horizonte de proyección. Con arreglo a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016⁶, se espera que el déficit presupuestario descienda desde el 2,1 % del PIB en 2015 hasta el 1,2 % en 2019 (véase cuadro). Las estimaciones para 2016 señalan los menores pagos por intereses y un componente cíclico favorable como los principales determinantes de la reducción del déficit. La caída de los pagos por intereses, unas condiciones cíclicas positivas y el superávit primario seguirán contribuyendo a que el déficit continúe reduciéndose en el período 2017-2019. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2016, las perspectivas de las finanzas públicas básicamente no se han modificado⁷.

En 2016 se prevé una orientación expansiva de la política fiscal en la zona del euro y que pase a ser prácticamente neutral en 2017-2019⁸. La orientación expansiva en 2016 es resultado, principalmente, de la adopción de medidas fiscales discrecionales por el lado de los ingresos, como recortes de los impuestos indirectos en algunos países de la zona del euro. Para el período 2017-2019, las proyecciones indican que la orientación de la política fiscal será prácticamente neutral, ya que es probable que las medidas que incrementan el déficit por el lado de los ingresos se vean contrarrestadas por las partidas de gasto público primario con un crecimiento menos dinámico. Estas últimas incluyen, en particular, la remuneración de los

⁶ Véanse las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, disponibles en ecbstaffprojections201612.

⁷ Aunque los proyectos de planes presupuestarios para 2017 presentados por los países de la zona del euro a mediados de octubre prevén algunos esfuerzos de consolidación adicionales en algunos países, estos esfuerzos no siempre se reflejan íntegramente en las proyecciones de los expertos, ya que las proyecciones solo incluyen las medidas que ya se han adoptado o al menos van a ser adoptadas próximamente por el Parlamento. El proyecto de plan presupuestario actualizado de España se publicó con posterioridad a la fecha de cierre de los datos.

⁸ La orientación de la política fiscal se mide como la variación del saldo estructural, es decir, el saldo presupuestario ajustado de ciclo, excluidas las medidas temporales, como las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta un análisis del concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

asalariados y el gasto en consumo intermedio, que, según las proyecciones, registrarán un crecimiento inferior al crecimiento tendencial del PIB nominal, mientras que se espera que otras partidas, como la inversión pública, avancen por encima de su crecimiento potencial. Habida cuenta de que es preciso equilibrar las necesidades de estabilización económica, por un lado, y las medidas de consolidación precisas para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en varios países de la zona del euro, por otro, la orientación neutral de la política fiscal en 2017 y posteriormente puede considerarse, en general, adecuada. Las revisiones de las proyecciones de septiembre de 2016 son escasas. Sin embargo, se prevé que, en 2016, la orientación de la política fiscal sea algo menos expansiva de lo esperado anteriormente, debido fundamentalmente a revisiones de los recortes de impuestos anunciados con anterioridad y a ingresos extraordinarios en varios países.

Cuadro

Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(porcentaje del PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Ingresos totales	46,8	46,5	46,2	46,0	45,8	45,7
b. Gastos totales	49,4	48,5	47,9	47,5	47,3	47,0
De los cuales:						
c. Gasto por intereses	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Gasto primario (b - c)	46,7	46,1	45,8	45,5	45,4	45,2
Saldo presupuestario (a - b)	-2,6	-2,1	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	-1,6	-1,4
Saldo estructural	-1,7	-1,6	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Deuda bruta	92,0	90,4	89,4	88,5	87,3	85,7
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	1,2	1,9	1,7	1,7	1,6	1,6

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

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. Como las proyecciones tienen en cuenta revisiones recientes de los datos, podrían producirse diferencias con respecto a los datos validados de Eurostat.

Según las proyecciones, los elevados niveles de deuda pública de los países de la zona del euro continuarán descendiendo. Tras registrar un máximo en 2014, se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro disminuya gradualmente desde el 90,4 % de 2015 hasta el 85,7 % para finales de 2019. La reducción de la deuda se sustenta fundamentalmente en un diferencial favorable entre crecimiento y tipos de interés, a tenor de las mejores condiciones cíclicas y de los bajos tipos de interés. Unos superávits primarios reducidos también tienen un impacto positivo en la trayectoria prevista de la deuda. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2016, se espera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro sea algo más elevada en 2017 y 2018. De acuerdo con las proyecciones, más de la mitad de los países de la zona del euro superarán el valor de referencia del 60 % del PIB al final del horizonte de proyección. Además, en algunos países se espera que la ratio de deuda pública siga aumentando durante el horizonte de proyección.

Es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en los países con elevadas ratios de deuda en relación con el PIB. Los países con altos niveles de deuda deben situar sus ratios de deuda pública en una firme senda descendente, ya que son particularmente vulnerables a nuevos brotes de inestabilidad en los mercados financieros o a un repunte de los tipos de interés. El cumplimiento íntegro del PEC garantizaría la corrección de los desequilibrios presupuestarios y que la deuda siga una trayectoria sostenible. Los países de la zona del euro con margen de maniobra fiscal deberían utilizarlo, por ejemplo aumentando la inversión pública. La realización de esfuerzos para lograr una composición de los presupuestos públicos más propicia al crecimiento beneficiaría a todos los países.

Tras la presentación de los proyectos de planes presupuestarios a mediados de octubre, la Comisión Europea consideró que varios países presentaban riesgos de incumplimiento del PEC. Entre los países sujetos al componente preventivo del Pacto, se determinó que seis corren el riesgo de incumplir las exigencias del PEC, concretamente Bélgica, Italia, Chipre, Lituania, Eslovenia y Finlandia, mientras que, entre los países sujetos al componente correctivo, se llegó a la conclusión de que solo España corre el riesgo de incumplirlas. No obstante, pese a que algunos planes presupuestarios distan mucho de acatar las disposiciones del PEC, la Comisión no solicitó la presentación de proyectos actualizados a ningún Estado miembro. Para un análisis más detallado de los proyectos de planes presupuestarios, véase el recuadro 5 de este Boletín Económico.

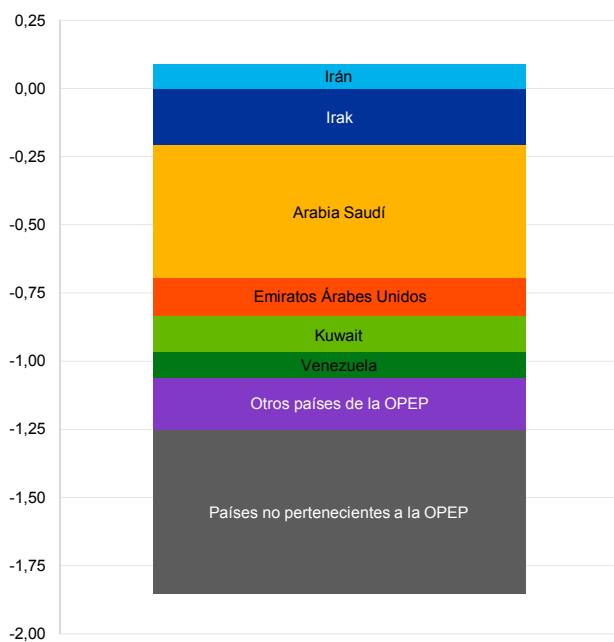
Recuadros

1 El impacto del acuerdo de la OPEP de noviembre de 2016 sobre el mercado del petróleo

En la conferencia ministerial celebrada el 30 de noviembre de 2016, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) estableció las condiciones para reintroducir un objetivo de producción de petróleo de 32,5 millones de barriles al día. El acuerdo implica un recorte en la producción de 1,2 millones de barriles diarios, que se llevará a cabo reduciendo, de manera uniforme, un 4,5 % la oferta de cada miembro de la organización entre enero y junio de 2017 (véase gráfico A). En función de la situación y de las perspectivas del mercado, el acuerdo para reducir la oferta de petróleo podría prorrogarse hasta finales de 2017. Sin embargo, Libia y Nigeria han quedado exentos, ya que la oferta de estos países es impredecible y está sujeta a interrupciones recurrentes como consecuencia de la inestabilidad política. Irán, que está recuperándose de las sanciones occidentales, recibió un trato especial y se le asignó un objetivo de producción de 4 millones de barriles diarios, muy por encima de su nivel de producción real. La estrategia de la OPEP de recortar la producción de petróleo cuenta con el respaldo de algunos

Gráfico A
Recortes de producción acordados en la reunión de la OPEP del 30 de noviembre

(millones de barriles diarios)



Fuente: OPEP.

Notas: Irán: 0,09 mb/d; Irak: -0,21 mb/d; Kuwait: -0,13 mb/d; Arabia Saudí: -0,49 mb/d; Emiratos Árabes Unidos: -0,14 mb/d; Venezuela: -0,1 mb/d; países no pertenecientes a la OPEP: -0,6 mb/d; «otros países de la OPEP» incluye Argelia (-0,05 mb/d), Angola (-0,08 mb/d), Ecuador (-0,03 mb/d), Gabón (-0,01 mb/d) y Catar (-0,03 mb/d).

países productores no pertenecientes a esta organización, que tienen previsto aplicar un recorte de 0,6 millones de barriles diarios. La oferta mundial disminuirá un 1,9 %, frente a un crecimiento del 2,6 % en el período 2015-2016.

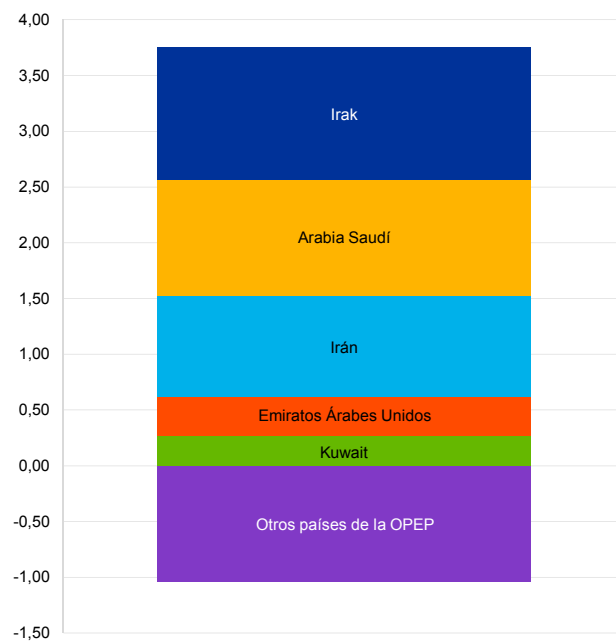
En este recuadro se analiza la nueva estrategia de oferta de la organización y se valora su impacto potencial sobre los precios del petróleo. Desde que, el 28 de septiembre, la OPEP anunciara su intención de reintroducir un límite a la producción, el precio del petróleo ha fluctuado en un rango de entre 44 y 54 dólares estadounidenses por barril. Esto se ha traducido en un ligero aumento de la volatilidad, pero no en un incremento significativo de los precios, ya que el clima de los mercados se ha mostrado cambiante en cuanto a la probabilidad de que se reintroduzcan cuotas de producción. Tras el acuerdo, el precio del Brent registró un acusado ascenso de 6 dólares por barril, pasando de 45,9 dólares el 29 de noviembre a 52 dólares el 7 de diciembre. Sin embargo, todavía persisten algunos de los factores que generaron incertidumbre en los mercados.

Es la primera vez que los países de la OPEP y países productores no pertenecientes a esta organización acuerdan recortar la oferta de forma coordinada. Esta colaboración se sustenta en el deseo común de estos países de mejorar las condiciones financieras de sus economías. La aportación de la OPEP es más modesta que en ocasiones anteriores (supone aproximadamente la mitad del recorte efectuado durante la crisis asiática o la Gran Recesión), pero la participación de los países productores no pertenecientes a la OPEP contribuye a garantizar una reducción sustancial de la oferta de petróleo. No obstante, puede que la reducción real sea inferior a la anunciada, ya que queda por ver si Rusia y otros productores que no son miembros de la OPEP cumplirán sus compromisos.

Gráfico B

Cambios en la oferta de los países de la OPEP en los dos últimos años

(millones de barriles diarios)



Fuente: Agencia Internacional de la Energía.

Notes: Irán: 0,91 mb/d; Irak: 1,19 mb/d; Kuwait: 0,28 mb/d; Arabia Saudí: 1,04 mb/d, Emiratos Árabes Unidos: 0,34 mb/d; «otros países de la OPEP» incluye Argelia (-0,01 mb/d), Angola (-0,17 mb/d), Gabón (-0,03 mb/d), Libia (-0,18 mb/d), Nigeria (-0,32 mb/d), Catar (-0,06 mb/d), Venezuela (-0,32 mb/d), Ecuador (0,01 mb/d) e Indonesia (0,04 mb/d).

Con este acuerdo, Arabia Saudí está dando marcha atrás en la estrategia adoptada en noviembre de 2014 de proteger su cuota de mercado.

En aquel momento se opuso a una iniciativa planteada por los países más pequeños de la OPEP para limitar la producción y evitar una nueva caída del precio del petróleo. En consecuencia, desde principios de 2015, la oferta total de la OPEP ha aumentado en 2,7 millones de barriles diarios. El grueso de esta oferta ha procedido de Irak, de Arabia Saudí y posteriormente de Irán, pero las tasas de producción de algunos países miembros han descendido debido a los bajos precios del petróleo (véase gráfico B).

El impacto de la decisión de la OPEP sobre los precios futuros del petróleo puede valorarse aplicando un amplio conjunto de modelos.

Por ejemplo, la reducción de la oferta se ha analizado desde la óptica de los modelos utilizados por los expertos del Eurosistema⁹ y con la ayuda de un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) del mercado de petróleo con restricciones de signo similar al propuesto por Kilian y Murphy¹⁰. Usando estos modelos, se prevé que, para

⁹ Véase la combinación de cuatro modelos presentada en el artículo titulado «Forecasting the price of oil», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2015.

¹⁰ «The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 29, 2014, pp. 454-478.

finales de 2017, el precio del petróleo aumente entre un 19 % y un 25 % por encima de las proyecciones de referencia (basadas en los precios de los futuros del petróleo¹¹).

No obstante, este escenario alcista está sujeto a riesgos a la baja. En primer lugar, las ingentes existencias acumuladas durante más de dos años de exceso de oferta pueden actuar como un colchón adicional, amortiguando cualquier respuesta repentina y contundente de los precios del petróleo. En segundo lugar, es posible que la evolución de la producción en los países de la OPEP que han quedado exentos del acuerdo compense parcialmente la oferta. En tercer lugar, la posible reacción endógena de la oferta de los países productores no pertenecientes a la OPEP puede contener la respuesta de los precios del crudo. En particular, los cambios estructurales provocados por la revolución del petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos hicieron que sus costes de extracción se redujeran y se situaran en niveles inferiores a los de otros productores de petróleo no convencional, un cambio que probablemente afectará al precio de equilibrio del petróleo.

A largo plazo, el precio del petróleo seguirá vinculado al coste marginal de producción. En los dos últimos años, las condiciones estructurales del mercado no han cambiado significativamente; en todo caso, el mercado del petróleo es hoy aún más competitivo que entonces, ya que la reestructuración del sector petrolero estadounidense para reducir costes, y los nuevos avances tecnológicos han provocado un descenso adicional del precio que hace rentable la extracción del petróleo no convencional en origen en más de una quinta parte en tres años¹².

¹¹ Según las proyecciones de referencia, el precio del petróleo alcanzará los 55 dólares estadounidenses por barril a finales de 2019. El análisis realizado en este recuadro es básicamente acorde con una trayectoria alternativa de los precios del petróleo utilizada para llevar a cabo un análisis de sensibilidad en torno a las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, que estaban condicionadas, entre otros factores, a los futuros de los precios del petróleo previos al acuerdo de la OPEP. Los resultados de este análisis de sensibilidad se presentan en el recuadro 3 titulado «Análisis de sensibilidad y de escenarios», en las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016, disponibles en el sitio web del BCE.

¹² Rystad Energy, *North American Shale Report – NASReport*, 2016.

2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 27 de julio y el 25 de octubre de 2016

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de reservas de 2016, comprendidos entre el 27 de julio y el 13 de septiembre y entre el 14 de septiembre y el 25 de octubre, respectivamente. Durante este período, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente. El 28 de septiembre se liquidó la segunda operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) de la segunda serie de operaciones TLTRO (TLTRO-II), por un importe de 45,3 mm de euros. La liquidez inyectada mediante esa operación fue compensada, en parte, con los reembolsos obligatorios de la primera serie de TLTRO (TLTRO-I) y los reembolsos voluntarios de la primera TLTRO-I, por un importe total de 11 mm de euros. Esa inyección de liquidez neta de 34,2 mm de euros hizo que el saldo vivo total de los dos programas de operaciones TLTRO aumentara hasta los 497,2 mm de euros al final del período de referencia. Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), estando previsto realizar adquisiciones por importe de 80 mm de euros, en promedio, al mes.

Necesidades de liquidez

En el período de referencia, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 908 mm de euros, lo que representa un incremento de 65 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el tercero y el cuarto períodos de mantenimiento de 2016). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles casi exclusivamente al aumento de 63,2 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra récord de 790,8 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas mínimas aumentaron solo ligeramente (véase cuadro).

Cuadro

Situación de liquidez del Eurosistema

	Período actual (27 de julio a 25 de octubre de 2016)		Período anterior (27 de abril a 26 de julio de 2016)	Sexto período de mantenimiento (14 de septiembre a 25 de octubre de 2016)		Quinto período de mantenimiento (27 de julio a 13 de septiembre de 2016)	
Pasivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.916,7	(+65,0)	1.851,7	1.938,4	(+40,3)	1.898,0	(+0,3)
Billetes en circulación	1.095,5	(+13,3)	1.082,3	1.094,7	(-1,5)	1.096,2	(+9,1)
Depósitos de las AAPP	151,9	(+0,2)	151,6	168,3	(+30,5)	137,8	(-37,7)
Otros factores autónomos	669,3	(+51,5)	617,7	675,3	(+11,3)	664,0	(+28,9)
Instrumentos de política monetaria							
Cuentas corrientes	762,0	(+120,1)	641,9	777,4	(+28,6)	748,8	(+91,4)
Exigencias de reservas mínimas	117,2	(+1,7)	115,5	117,8	(+1,1)	116,7	(+0,8)
Facilidad de depósito	369,9	(+53,3)	316,6	387,3	(+32,2)	355,1	(+32,0)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	-	(+0,0)	-	-	(+0,0)	-	(+0,0)
Activo – Oferta de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.126,2	(+1,7)	1.124,5	1.115,5	(-19,8)	1.135,3	(+3,0)
Activos exteriores netos	686,3	(+32,1)	654,2	687,8	(+2,8)	685,0	(+18,9)
Activos netos denominados en euros	439,9	(-30,4)	470,3	427,8	(-22,6)	450,3	(-15,9)
Instrumentos de política monetaria							
Operaciones de mercado abierto	1.922,7	(+236,8)	1.685,9	1.987,9	(+121,0)	1.866,9	(+120,6)
Operaciones de subasta	533,5	(+18,4)	515,0	540,9	(+13,7)	527,2	(+8,0)
OPF	40,6	(-9,8)	50,5	37,4	(-6,1)	43,5	(-4,1)
OFPML a tres meses	19,3	(-8,2)	27,6	17,7	(-3,0)	20,7	(-3,8)
Operaciones TLTRO-I	60,3	(-253,9)	314,1	56,3	(-7,4)	63,7	(-155,2)
Operaciones TLTRO-II	413,2	(+290,4)	122,9	429,5	(+30,2)	399,3	(+171,1)
Carteras en firme	1.389,2	(+218,4)	1.170,9	1.447,0	(+107,3)	1.339,7	(+112,6)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	15,9	(-2,4)	18,3	15,2	(-1,3)	16,5	(-1,3)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	7,4	(-0,7)	8,0	7,2	(-0,3)	7,5	(-0,2)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	191,6	(+11,8)	179,7	194,7	(+5,9)	188,8	(+5,6)
Programa para los mercados de valores	107,1	(-4,0)	111,1	105,4	(-3,1)	108,5	(-2,4)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	20,5	(+1,0)	19,5	20,7	(+0,4)	20,3	(+0,4)
Programa de compras de valores públicos	1.023,0	(+192,3)	830,7	1.072,9	(+92,6)	980,3	(+99,1)
Programa de compras de bonos corporativos	23,9	(+20,4)	3,5	30,8	(+12,9)	17,9	(+11,4)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(-0,1)	0,2	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,1)
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)							
Necesidades de liquidez agregadas	908,0	(+65,0)	843,1	941,1	(+61,4)	879,7	(-2,0)
Factores autónomos ¹	790,8	(+63,2)	727,6	823,3	(+60,3)	763,0	(-2,9)
Exceso de liquidez	1.014,7	(+171,9)	842,8	1.046,8	(+59,6)	987,2	(+122,6)
Evolución de los tipos de interés (medias, porcentajes)							
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
Eonia	-0,342	(-0,008)	-0,333	-0,345	(-0,006)	-0,339	(-0,009)

Fuente: BCE.

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

1) El valor total de los factores autónomos incluye también «partidas en curso de liquidación».

Los factores autónomos de inyección de liquidez se incrementaron ligeramente durante el período de referencia, dado que el descenso continuado de los activos netos denominados en euros se compensó con un aumento de los activos exteriores netos. Los activos netos denominados en euros cayeron hasta situarse, en promedio, en 439,9 mm de euros, 30,4 mm de euros por debajo del importe del período de referencia anterior, como consecuencia de la disminución de los activos financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria, así como del avance de los pasivos mantenidos por instituciones oficiales extranjeras en los bancos centrales nacionales. El hecho de que estas instituciones aumentaran sus tenencias se debió, posiblemente, a la escasez de alternativas de inversión atractivas en el mercado. Los activos exteriores netos se incrementaron en 32,1 mm de euros y se situaron en 686,3 mm de euros, fundamentalmente como resultado de las revalorizaciones trimestrales de las carteras, que reflejaron el debilitamiento del euro (y que se vieron contrarrestadas, en última instancia, por cambios equivalentes que afectaron al conjunto de otros factores autónomos de absorción de liquidez).

La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada y prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior.

Dicha volatilidad reflejó, principalmente, las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y, aunque en mucha menor medida, la revalorización trimestral de los activos exteriores netos y de los activos netos denominados en euros. Al mismo tiempo, el error medio absoluto de las previsiones semanales del Eurosistema relativas a los factores autónomos aumentó en 5,1 mm de euros, hasta situarse en 11,3 mm de euros en el período analizado.

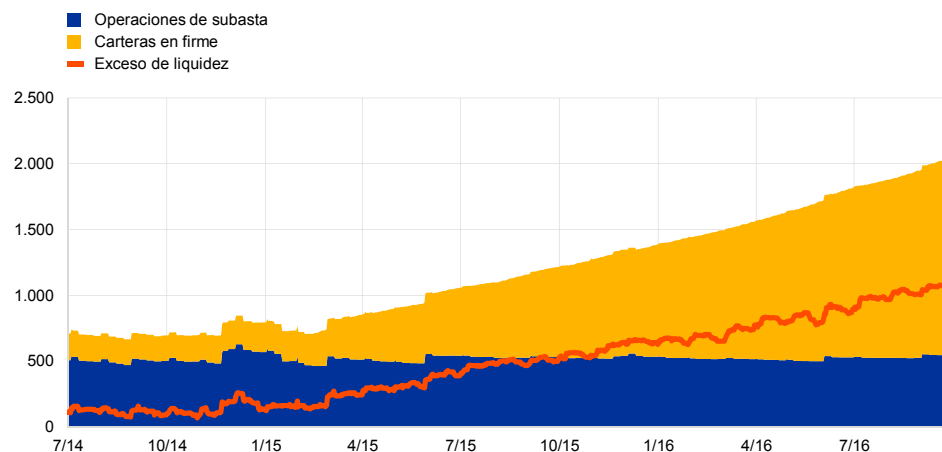
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y programas de compra de activos— se incrementó en 236,8 mm de euros, hasta situarse en 1.922,7 mm de euros (véase gráfico). Este aumento se debió, principalmente, al programa ampliado de compra de activos del BCE.

Gráfico

Evolución de los instrumentos de política monetaria y exceso de liquidez

(mm de euros)



Fuente: BCE.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta se incrementó en 18,4 mm de euros, hasta situarse en 533,5 mm de euros. El aumento de la liquidez inyectada mediante las TLTRO compensó con creces la disminución de la liquidez proporcionada mediante las operaciones regulares. Concretamente, la liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 9,8 mm de euros y 8,2 mm de euros, respectivamente, mientras que el saldo vivo de las TLTRO se incrementó en 36,5 mm de euros, en promedio, como efecto neto de la liquidación de la segunda TLTRO-II, de los reembolsos obligatorios de las operaciones TLTRO-I y de los reembolsos voluntarios de la primera TLTRO-I.

La liquidez media proporcionada a través del APP ampliado aumentó en 218,4 mm de euros, hasta situarse en 1.389,2 mm de euros, principalmente como consecuencia del programa de compras de valores públicos.

La liquidez media proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, del programa de compras de bonos de titulización de activos y del programa de compras de bonos corporativos se incrementó en 192,3 mm de euros, 11,8 mm de euros, 1 mm de euros y 20,4 mm de euros, respectivamente. La amortización de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y del primer y segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados ascendió a 7,1 mm de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó en 171,9 mm de euros y se situó en 1.014,7 mm de euros en el período analizado (véase gráfico). La mayor parte de este aumento se produjo en el quinto período de mantenimiento, cuando el exceso de liquidez registró un alza de 122,6 mm de euros como consecuencia de la liquidez proporcionada por el APP

ampliado, mientras que los factores autónomos se mantuvieron prácticamente sin cambios. El incremento más limitado de 59,6 mm de euros durante el sexto período de mantenimiento obedeció fundamentalmente al avance de los factores autónomos, que absorbió parcialmente la liquidez proporcionada por el APP ampliado.

El aumento del exceso de liquidez quedó reflejado fundamentalmente en un incremento de 120,1 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, hasta situarse en 762 mm de euros en el período analizado. El recurso medio a la facilidad de depósito se incrementó en 53,3 mm de euros y se situó en 369,9 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés del mercado monetario a un día se mantuvieron próximos al tipo aplicado a la facilidad de depósito, o incluso por debajo, durante el período de referencia. En el mercado de operaciones sin garantías, el eonia (índice medio del tipo de interés del euro a un día) se situó, en promedio, en el -0,342 %, ligeramente por debajo de un nivel medio del -0,333 % en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó dentro de una banda estrecha, con un máximo del -0,321 % y un mínimo del -0,354 %. Además, los tipos repo medios a un día del mercado GC Pooling descendieron hasta situarse en el -0,401 % y el -0,395 % para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que supone una disminución de 0,005 y 0,008 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior. Esos tipos repo también oscilaron dentro de una banda estrecha, excepto al final del tercer trimestre, cuando el tipo a un día del mercado GC Pooling para la cesta estandarizada de activos de garantía cayó hasta situarse en el -0,457 %. Esta caída reflejó la menor oferta de activos de garantía de alta calidad en el mercado de repos en las fechas de presentación de información reglamentaria, como el cierre del trimestre.

3 Indicadores estructurales del entorno empresarial en la zona del euro

Las prácticas de negocio de los países de la zona del euro continúan siendo muy heterogéneas y, en general, distan mucho de estar entre las de los países con mejores prácticas a escala internacional. Un entorno empresarial propicio puede facilitar la creación de nuevas empresas, promover la actividad económica y el empleo, y aumentar la capacidad de resistencia de las economías frente a perturbaciones adversas¹³. Algunas instituciones¹⁴, entre ellas el BCE¹⁵, han instado a que el entorno empresarial se reforme con el fin de impulsar el dinamismo económico y fomentar el espíritu empresarial en la zona del euro. En este recuadro se utilizan indicadores estructurales con el fin de presentar una visión general, regularidades empíricas y ejemplos intuitivos de la situación en los países de la zona del euro en lo que respecta a su entorno empresarial en comparación con los países con mejores prácticas del mundo, y cómo puede haber cambiado esta situación durante la crisis.

Los indicadores estructurales confirman que el entorno sigue siendo poco favorable para los negocios en la mayoría de los países de la zona del euro.

El indicador de facilidad para hacer negocios (*ease of doing business*)¹⁶ del Banco Mundial recoge aspectos clave del entorno empresarial y se presenta en el gráfico A, en el que el eje horizontal indica la clasificación mundial de los países y los histogramas muestran el nivel del indicador. Los puntos amarillos muestran las variaciones de los indicadores en los años 2008-2013, y los triángulos rojos señalan los avances realizados en el período 2013-2016. La clasificación del informe *Doing Business 2017* indica que ningún país de la zona del euro se encuentra entre los diez mejores del mundo¹⁷. Los países de la zona con mejor posición son Estonia (12), Finlandia (13) y Letonia (14), mientras que entre los peor clasificados se incluyen Luxemburgo (59), Grecia (61) y Malta (76). Si se considera la aplicación de reformas, países como Letonia, Portugal y Eslovenia mostraron que habían realizado avances significativos hacia un entorno empresarial más favorable durante la crisis de 2008-2013 (puntos amarillos). Sin embargo, el ritmo de aplicación de reformas en el período 2013-2016 fue considerablemente más lento en la mayoría de los países de la zona del euro (triángulos rojos). De hecho, desde 2013 solo se han observado progresos en

¹³ Véase un ejemplo reciente en D. Sondermann, «Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures», *ECB Working Paper Series*, n.º 1984, noviembre de 2016.

¹⁴ Véase, por ejemplo, el documento de la Comisión Europea titulado [Recomendación del Consejo sobre la política económica de la zona del euro](#), COM (2016) 726, 16 de noviembre de 2016.

¹⁵ Véanse, por ejemplo, discursos recientes de miembros del Comité Ejecutivo y los Comunicados Preliminares del presidente del BCE: M. Draghi, «[El reto de la productividad en Europa](#)», Centenario de Deusto Business School, Madrid, 30 de noviembre de 2016, o M. Draghi, «[Introductory statement to the plenary debate of the European Parliament on the ECB's Annual Report 2015](#)», Estrasburgo, 21 de noviembre de 2016.

¹⁶ El indicador global *Doing Business* es una agregación de diez subindicadores: apertura de una empresa, obtención de permisos de construcción, obtención de electricidad, registro de la propiedad, obtención de crédito, protección de los inversores minoristas, pago de impuestos, comercio transfronterizo, cumplimiento de contratos y resolución de insolvencias. Los subindicadores también son una agregación de varios indicadores.

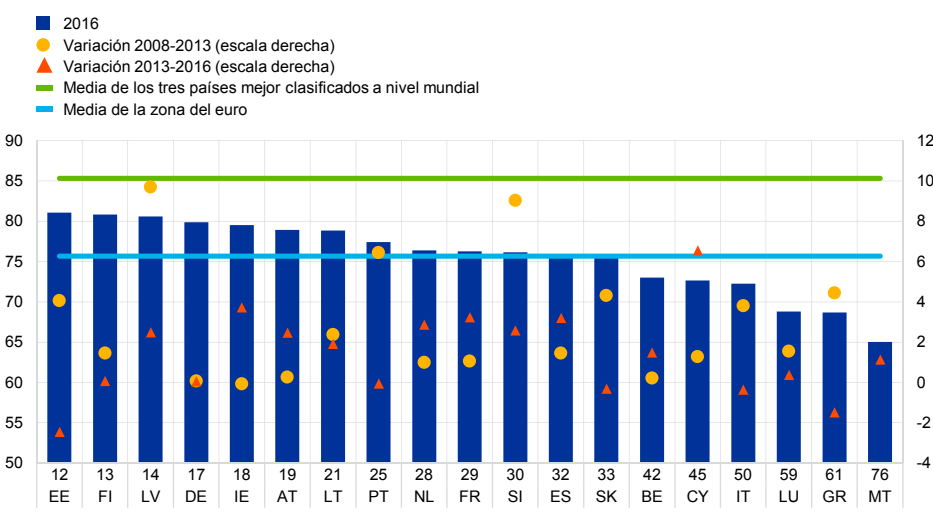
¹⁷ Véase el informe [Doing Business Report 2017](#).

áreas clave del entorno empresarial en Irlanda, Austria, Países Bajos, Francia, España, Bélgica y Chipre. Al mismo tiempo, algunos países de la zona del euro se han alejado aún más de las mejores prácticas entre 2013 y 2016 (por ejemplo, Grecia, Italia, Eslovaquia y Estonia). Además, la media de la zona del euro (línea azul claro) está muy por debajo de los países con mejores prácticas del mundo (línea verde), y algunos países de la zona están clasificados entre los peores de las economías avanzadas.

Gráfico A

Clasificación global de la «facilidad para hacer negocios»

[distancia a la frontera (escala izquierda); aplicación de reformas (escala derecha)]



Fuentes: Banco Mundial, *Doing Business* y cálculos del BCE.

Notas: En la escala izquierda se muestra la distancia a la frontera. Cuanto más elevado es el valor, más próximo está a la frontera el país mejor clasificado (frontera = 100). A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra cómo ha cambiado la distancia a la frontera en los periodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación positiva (negativa) en la aplicación de reformas significa que un país se está aproximando a (alejando de) la frontera. El número que figura en el eje horizontal indica la clasificación mundial actual del país. No se dispone de un valor relativo a Malta 2008.

La mayoría de los países de la zona del euro también continúan lejos de la frontera de la competitividad (véase gráfico B).

Así lo confirma el Índice de Competitividad Global¹⁸, que sugiere que muchos países de la zona todavía afrontan una reducida competitividad. Mientras que los Países Bajos, Alemania y Finlandia se encuentran entre las diez economías más competitivas del mundo, algunos países de la zona siguen clasificados entre las economías avanzadas menos competitivas del mundo. Según el índice, en el período comprendido entre 2008 y 2013 la competitividad se deterioró en varios países (como Francia, España, Eslovenia, Eslovaquia, Chipre y Grecia), pero mejoró ligeramente entre 2013 y 2016¹⁹ en la mayoría de los países de la zona, con la excepción de Finlandia y Chipre. Habida cuenta del bajo crecimiento de la productividad total de los factores

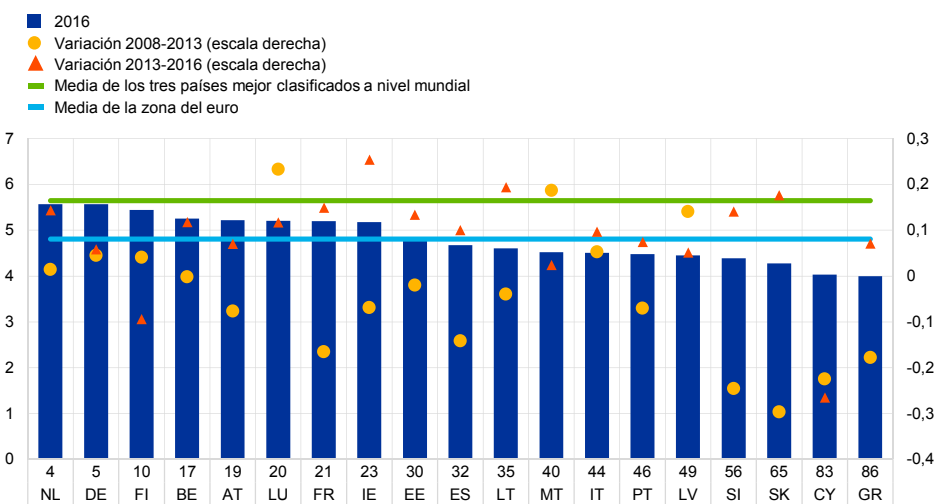
¹⁸ El Índice de Competitividad Global analiza el entorno de competitividad de 138 economías con arreglo a una escala de 1 (peor) a 7 (mejor), y proporciona información sobre los factores determinantes de la productividad y la prosperidad. El índice integra más de 100 variables, combinando los aspectos macroeconómicos y microeconómicos/empresariales de la competitividad en un solo índice. Además, el índice es una agregación de 12 pilares (subindicadores), pero en este recuadro solo se presenta el índice agregado.

¹⁹ Se ha de observar que el Índice de Competitividad Global corrige el efecto del PIB per cápita. Por consiguiente, cabe esperar que los países con un PIB per cápita más elevado tengan, en promedio, un entorno más competitivo, por lo que la recuperación económica ayuda a los países a obtener una puntuación mejor en el indicador.

(PTF) en la zona del euro durante los últimos veinte años, así como de las débiles perspectivas de crecimiento futuro de la productividad, es esencial realizar importantes avances hacia la consecución de estructuras más competitivas²⁰ para situarse al nivel de las economías con mayor competitividad.

Gráfico B
«Índice de Competitividad Global»

[Índice (escala izquierda); aplicación de reformas (escala derecha)]



Fuentes: Foro Económico Mundial y cálculos del BCE.

Notas: En la escala izquierda, unos valores más elevados indican mayor competitividad. A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra cómo ha cambiado el índice en los períodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación positiva (negativa) en la aplicación de reformas superior (inferior) a cero significa que un país obtuvo mejores (peores) resultados al final de la fase con respecto al punto de partida. El número que figura en el eje horizontal indica la clasificación mundial actual del país.

Los subcomponentes del indicador *Doing Business*, como el «cumplimiento de contratos», confirman que la brecha entre los países con mejores resultados y los países de la zona del euro es sustancial.

La larga duración de los procesos judiciales y las dificultades para hacer cumplir un contrato²¹ pueden ser indicios de limitaciones en el sistema jurídico de un país. Por ejemplo, es posible que estas limitaciones desanimen a los inversores o reduzcan el acceso a la financiación externa que pueden necesitar las empresas. Por lo tanto, otro motivo de preocupación es que se tarda más de 600 días, en promedio, en hacer cumplir un contrato en la zona del euro, mientras que solo se tarda unos 250 días en los países mejor clasificados del mundo (véase gráfico C). De hecho, todavía se tardan más de tres años en hacer cumplir un contrato en Grecia, Eslovenia, Italia y Chipre, aunque con posterioridad a 2008 se han observado algunos avances en Eslovenia e Italia. Sin embargo, las reformas que han emprendido siguen sin ser acordes con los esfuerzos necesarios para acercarse a los países mejor clasificados. En cambio, se tarda aproximadamente un año en hacer cumplir un contrato en Luxemburgo, Lituania y Finlandia.

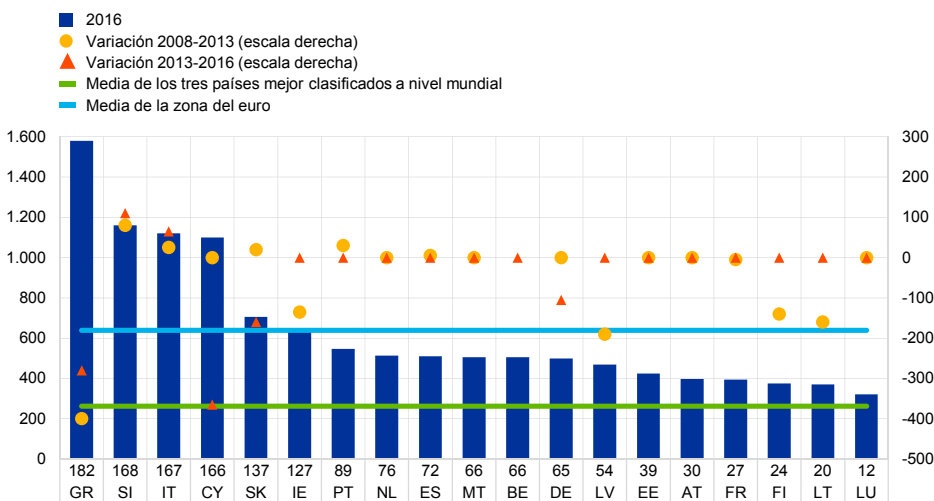
²⁰ Véase también el artículo titulado «Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU», *Boletín Económico*, BCE, número 5, 2016.

²¹ Véase D. Aboala, N. Noya y A. Rius, «Contract Enforcement and Investment: A Systematic Review of the Evidence», *World Development*, volumen 64, páginas 322-338, 2014, diciembre, para un análisis detallado de la literatura sobre esta materia.

Gráfico C

Indicador «Tiempo necesario para hacer cumplir un contrato»

[cumplimiento de contratos: tiempo (días) (escala izquierda); aplicación de reformas (escala derecha)]



Fuentes: Banco Mundial, *Doing Business* (componente de tiempo para hacer cumplir un contrato) y cálculos del BCE.

Notas: En la escala izquierda, cuanto más elevado es el valor, más cuesta hacer cumplir un contrato, calculado en función del tiempo necesario. A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra cómo ha cambiado el número de días necesarios para hacer cumplir un contrato en los períodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación en la aplicación de reformas superior (inferior) a cero significa que un país se está acercando a (alejando de) las mejores prácticas. El número que figura en la parte inferior del gráfico indica la clasificación mundial actual del país. No se dispone de un valor para Malta para 2008.

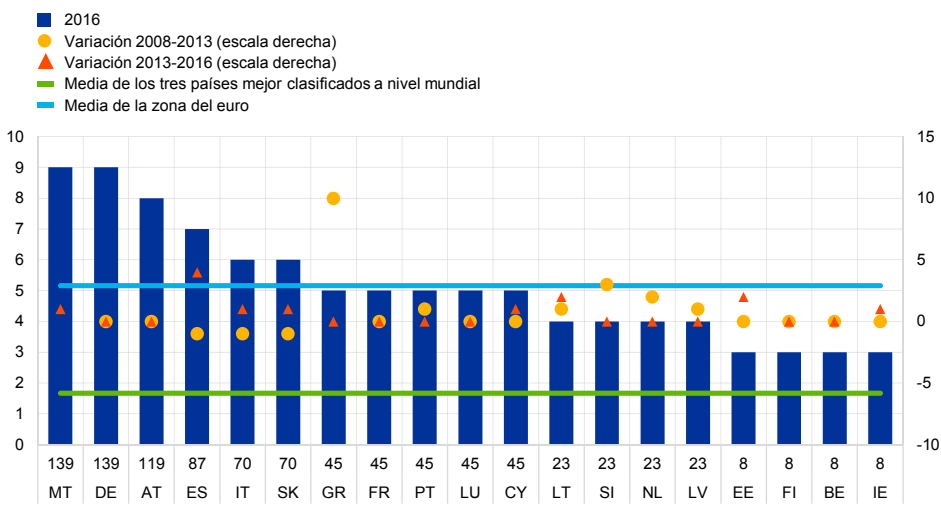
En la zona del euro son necesarios cinco trámites para abrir una empresa, lo que supone mucha más burocracia que en los países con mejores resultados a escala mundial en este ámbito (véase gráfico D). Esta cifra varía, de tres trámites (en Bélgica, Estonia, Finlandia e Irlanda) a nueve (en Alemania y Malta), mientras que en el país mejor clasificado a nivel mundial solo es necesario un trámite. Aparte de Grecia, la mayor parte de los países de la zona del euro realizaron escasos esfuerzos por reducir la burocracia. Una burocracia restrictiva y una regulación compleja pueden dificultar una asignación eficiente de los recursos por parte de las empresas y, con frecuencia, indicar que la Administración Pública es rígida²².

²² Véase, por ejemplo, C. Gust y J. Márquez, «International comparisons of productivity growth: the role of information technology and regulatory practices», *Labour Economics*, volumen 11, número 1, páginas 33-58, 2004, febrero.

Gráfico D

Indicador «Número de trámites necesarios para abrir una empresa»

[apertura de una empresa: trámites (número) (escala izquierda); aplicación de reformas (escala derecha)]



Fuentes: Banco Mundial, *Doing Business* (apertura de una empresa – número de trámites) y cálculos del BCE.

Notas: En la escala izquierda, cuanto más elevado es el valor, más cuesta abrir una empresa, calculado en función del número de trámites necesarios para abrir una empresa. A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra cómo ha cambiado el número de trámites necesarios para abrir una empresa en los períodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación en la aplicación de reformas superior (inferior) a cero significa que un país se está acercando a (alejando de) las mejores prácticas. El número que figura en la parte inferior del gráfico se refiere a la clasificación mundial actual del país. No se dispone de un valor para Malta para 2008.

Para incrementar la inversión y la productividad, impulsar la creación de empleo y garantizar una capacidad suficiente para absorber perturbaciones, la adopción de medidas para abordar las deficiencias anteriormente mencionadas en el entorno empresarial —incluidas medidas para facilitar la entrada de nuevas empresas y potenciar la competitividad— debería ser una cuestión prioritaria en la zona del euro. Según diversos indicadores, algunos países de la zona del euro muestran un entorno empresarial relativamente desfavorable, por lo que serían los más beneficiados de la aplicación de reformas sustanciales en esta área. No obstante, la conclusión general que se obtiene de las distintas medidas e indicadores es que la zona del euro va a la zaga de los países con mejor entorno empresarial del mundo. Por lo tanto, los países de la zona del euro pueden beneficiarse de forma significativa de la aplicación de reformas para mejorar su entorno empresarial.

Evaluación del impacto de los costes de la vivienda en la inflación medida por el IAPC

Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro han experimentado un fuerte crecimiento recientemente, mientras que la inflación medida por el IAPC se ha mantenido contenida. La tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se ha ido fortaleciendo durante varios trimestres sucesivos, y a mediados de 2016 recuperó su media de largo plazo del 2,9 %²³. En este recuadro se analiza la cuestión de por qué, entonces, los costes de la vivienda no han ejercido presión al alza sobre la inflación medida por el IAPC a través del componente de servicios. Estos costes se incluyen actualmente en el IAPC a través de los alquileres brutos y reparaciones menores, pero, idealmente, el IAPC debería incorporar todos los gastos de consumo relacionados con la vivienda. Con el fin de seguir mejorando la pertinencia y la comparabilidad del IAPC, el Sistema Estadístico Europeo está desarrollando un índice de los costes de las viviendas ocupadas por sus propietarios (OOH, en sus siglas en inglés)²⁴. Con este trasfondo, en este recuadro primero se analiza la relación entre los precios de los inmuebles residenciales y los alquileres, y, en segundo lugar, se evalúan algunos datos experimentales sobre las viviendas ocupadas por sus propietarios publicados por Eurostat a principios del año en curso.

La caída de la inflación de los precios de los alquileres de viviendas contribuyó al retroceso que registró la inflación de los servicios medida por el IAPC en el pasado. La partida del IAPC «alquileres brutos de vivienda» representa el 15 % de la cesta de servicios del IAPC de la zona del euro, y su tasa de inflación interanual suele ser más estable que la del conjunto de servicios. Tras caer ligeramente por debajo del 1,5 % en 2010, la inflación de los alquileres siguió disminuyendo hasta situarse en torno al 1 % en 2015, muy por debajo de la media de largo plazo del 1,7 % (véase gráfico A). Por tanto, la evolución de los precios de los alquileres en los últimos años no ha sustentado la inflación de los servicios, pero ha formado parte integrante de su retroceso.

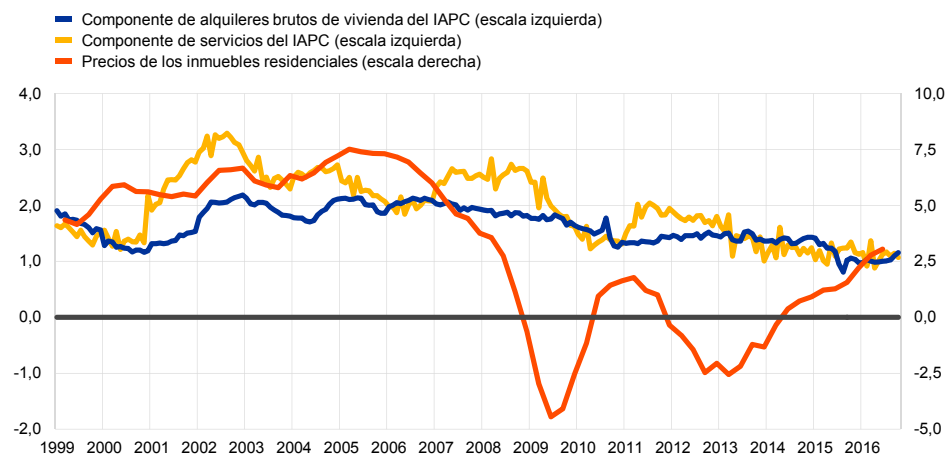
²³ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2016. Las medias se calculan utilizando datos que se remontan a 1999.

²⁴ Para más información, véase el considerando 10 del [Reglamento \(UE\) 2016/792 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2016, sobre los índices de precios de consumo armonizados y el índice de precios de la vivienda, y por el que se deroga el Reglamento \(CE\) n.º 2494/95 del Consejo](#) (DO L 135 de 24.5.2016, p. 11).

Gráfico A

Tasas de variación de los precios de los alquileres, de todos los servicios y de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En principio, existe una relación a largo plazo entre los precios de los inmuebles residenciales y los alquileres.

Por ejemplo, si se considerara que los precios de los inmuebles residenciales son altos en comparación con los alquileres, entonces algunos propietarios de inmuebles podrían decidir vender y pasar a alquilar, con la previsión de volver a comprar posteriormente a un precio más bajo. Ello presionaría los precios de los inmuebles a la baja, y de los alquileres, al alza, por lo que se produciría un ajuste.

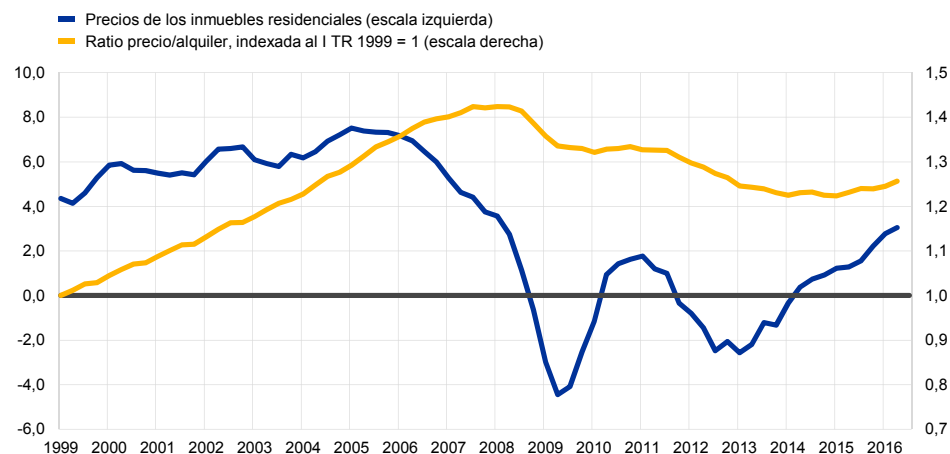
No obstante, en la práctica, determinadas fricciones pueden hacer que se deshaga de forma duradera la relación entre la dinámica de los precios de los inmuebles residenciales y la de los alquileres.

Estas fricciones, como los costes de transacción, las restricciones crediticias y el largo plazo de algunos contratos de alquiler, limitan la sustituibilidad entre el alquiler y la tenencia en propiedad de los inmuebles. Además, en algunos países de la zona del euro, los controles sobre los alquileres, incluida su indexación, son importantes y pueden conducir a que la divergencia entre los precios de las dos modalidades sea más duradera. Este es el caso, sobre todo, de la vivienda social, que representa una parte significativa del componente «alquileres brutos de vivienda» del IAPC nacional de algunos países. En los países donde los alquileres están referenciados al índice de precios de consumo, la baja inflación de los últimos años puede haber ido ejerciendo, sucesivamente, mayor presión a la baja sobre la tasa de variación de los precios de los alquileres.

Gráfico B

Precios de los inmuebles residenciales y ratio precio/alquiler

(tasa de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La ratio entre los precios de los inmuebles residenciales y los precios de los alquileres en la zona del euro ha variado a lo largo del tiempo (véase gráfico B)²⁵. En particular, es probable que las pasadas reducciones de los tipos de interés hayan influido en esta relación. Las caídas de los tipos de interés nominales implican menores rentabilidades de otros activos de inversión de referencia, como los bonos, y, por tanto, también suponen que la rentabilidad exigida a los alquileres de inmuebles residenciales sea más baja²⁶. En la práctica, es más probable que este ajuste a la baja de la rentabilidad del alquiler se produzca por el aumento más rápido de los precios de los inmuebles que por el incremento más lento de los precios de los alquileres. Pero las variaciones de la ratio entre el precio de los inmuebles residenciales y el alquiler también muestran que, antes de la crisis financiera, las viviendas estaban sobrevaloradas en muchos países. En conclusión, no debería esperarse que el reciente repunte de la inflación de los precios de los inmuebles residenciales provoque un avance automático de la inflación de los precios de los alquileres de la vivienda y, por ende, de la inflación medida por el IAPC.

La inflación medida por el IAPC solo refleja parcialmente las variaciones en los precios relacionados con la vivienda, dado que recoge los alquileres brutos y no incluye todos los costes de las viviendas ocupadas por sus propietarios. Esta restricción refleja las dificultades que entraña resolver la relación de compromiso entre dos objetivos conceptuales aparentemente opuestos. El primero es que el IAPC recoja los precios de consumo más que los precios de los activos. Sin embargo, resulta más natural tratar a los inmuebles residenciales, no como un bien de consumo, sino como un tipo de activo de inversión que sirve como depósito de riqueza y genera un flujo continuo

²⁵ Véase el recuadro titulado «House prices and the rent component of the HICP in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2014.

²⁶ La rentabilidad del alquiler se define como la relación entre el alquiler correspondiente a un año y el precio del inmueble, es decir, es la inversa de la ratio precio/alquiler, de modo que una rentabilidad del alquiler más baja significa una ratio precio/alquiler más elevada.

de servicios de consumo de vivienda²⁷. Esto indicaría que los precios de los inmuebles residenciales no deberían incorporarse directamente en el IAPC. El segundo objetivo conceptual es que el IAPC se base únicamente en los precios de transacciones monetarias observables. Este principio va en contra de utilizar los alquileres de inmuebles equivalentes para medir el precio del flujo continuo de dividendos de servicios de vivienda consumidos por un propietario que ocupa su vivienda (método de equivalencia del alquiler).

La naturaleza de esta dicotomía significa que los institutos nacionales de estadística tienden a alcanzar un compromiso entre estos dos objetivos en lo que respecta a sus propios índices de precios de consumo. Sin embargo, no existe un consenso internacional sobre la forma de compromiso óptima; las características individuales de cada país y la finalidad principal con la que se usa el índice de precios de consumo suelen ser un factor clave. Muchos países con mercados del alquiler muy desarrollados y uniformes han optado por el método de equivalencia del alquiler²⁸. Otros países, especialmente aquellos en los que los datos distinguen entre los precios del edificio que constituye la vivienda (que reflejan la parte de la propiedad correspondiente a un bien de consumo) y los precios del terreno (que reflejan la parte correspondiente a un activo de inversión), calculan su índice de precios de las viviendas ocupadas por sus propietarios directamente a partir del precio del edificio de la vivienda. En la zona del euro, los mercados inmobiliarios son muy heterogéneos entre los distintos países, y el porcentaje de viviendas ocupadas por sus propietarios oscila entre menos del 50 % y más del 90 %. Por ello, durante más de quince años, el Sistema Estadístico Europeo ha estado buscando un método basado en el precio observable de los inmuebles residenciales, lo que significa, no obstante, que el índice sigue incluyendo un elemento de precio del activo.

Eurostat publicó nuevos datos experimentales sobre las viviendas ocupadas por sus propietarios a principios del año en curso, que fueron facilitados por los institutos nacionales de estadística de la UE. Estos índices de precios de las viviendas ocupadas por sus propietarios reflejan las variaciones registradas en el precio de las adquisiciones *netas* de inmuebles residenciales por parte del sector hogares, es decir, las operaciones entre hogares quedan excluidas. Algunos cálculos orientativos del BCE, realizados para ilustrar la magnitud del efecto potencial de incluir los índices de precios OOH nacionales en el IAPC de la zona del euro, indican diferencias absolutas en las tasas de inflación de hasta 0,2 puntos porcentuales en cualquier trimestre, pero no señalan una diferencia en la media de los cinco últimos años. Estos índices de precios OOH nacionales solo están disponibles trimestralmente y con un desfase (los datos más recientes se refieren al

²⁷ A este respecto, la vivienda podría asimilarse a una acción en el sentido de que es un activo que también genera una corriente de dividendos.

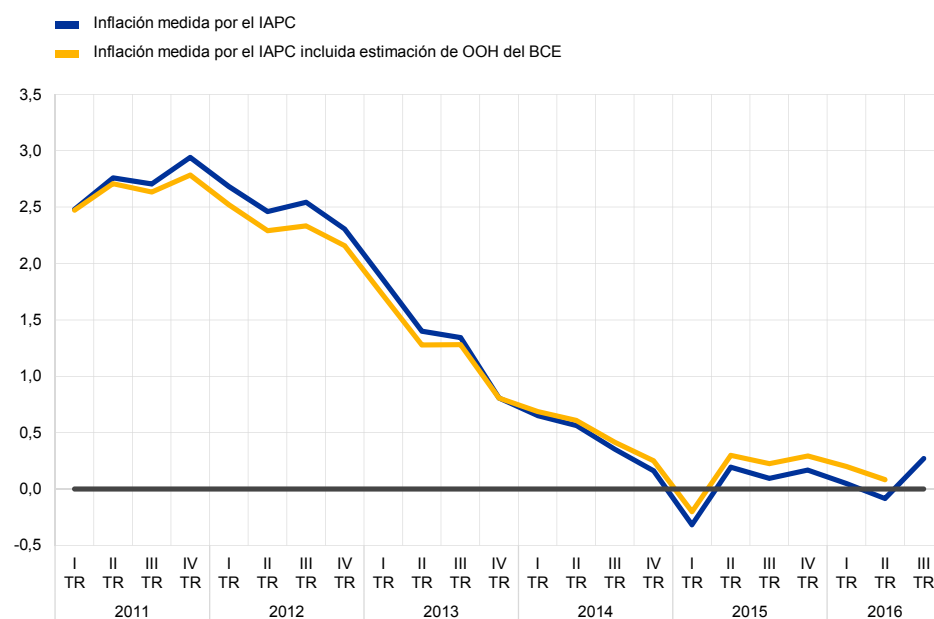
²⁸ Por ejemplo, la Oficina de Estadísticas Nacionales del Reino Unido ha anunciado recientemente que un índice de precios de consumo aumentado por equivalencia del alquiler pasará a ser el principal índice de inflación de la Oficina.

segundo trimestre de 2016)²⁹. En esta coyuntura, una estimación que incluya las viviendas ocupadas por sus propietarios apuntaría a una tasa de inflación algo superior al IAPC, aunque no significativamente (véase gráfico C). No obstante, debería tenerse en cuenta el carácter experimental de estos datos, ya que Eurostat sigue valorando el enfoque y la metodología.

Gráfico C

Inflación de la zona del euro y costes de las viviendas ocupadas por sus propietarios (OOH)

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En resumen, actualmente los costes de la vivienda prestan escaso respaldo a la inflación medida por el IAPC. Los componentes de vivienda que se incluyen en el momento actual en el IAPC, es decir, los precios de los alquileres, siguen lastrando la inflación, en parte porque están referenciados a ella. Un cálculo ilustrativo del BCE basado en los índices de precios OOH nacionales publicados por Eurostat muestra que ampliar la cobertura del IAPC para tener en cuenta los costes de las viviendas ocupadas por sus propietarios no tendría un efecto significativo en la valoración de la inflación.

²⁹ Concretamente, estos índices de precios OOH experimentales, disponibles trimestralmente, solo se publican junto con los datos del IAPC correspondientes al último mes del trimestre siguiente al trimestre de referencia, lo que significa que los datos correspondientes al tercer trimestre de 2016 se publicarán en enero de 2017 junto con los datos del IAPC de diciembre de 2016. Se puede consultar más información sobre estos nuevos datos experimentales en http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/prc_hpi_oo_esms.htm.

5 La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2017 y la situación presupuestaria de la zona del euro en su conjunto

El 16 de noviembre, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2017 de los Gobiernos de la zona del euro³⁰, junto con un análisis de la situación presupuestaria de la zona en su conjunto. Los dictámenes incluyen una evaluación de la medida en que los planes presupuestarios cumplen el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), y siguen las orientaciones que figuran en las recomendaciones de política fiscal específicas para cada país formuladas en el contexto del Semestre Europeo 2016 y adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea (UE) el 12 de julio de 2016³¹. Además de estos dictámenes, la Comisión publicó una comunicación titulada «Hacia una orientación presupuestaria positiva para la zona del euro», donde se analizó el papel actual que desempeñan las políticas fiscales en la zona del euro en términos agregados. Este documento cumple el mandato que establece el Reglamento (UE) n.º 473/2013 (parte del denominado «Two-Pack»), donde se insta a la Comisión a realizar «una evaluación global de la situación presupuestaria y de las perspectivas de la zona del euro en su conjunto basándose en las perspectivas presupuestarias nacionales y su interacción en la zona».

Según la evaluación de la Comisión, que se basa en sus previsiones económicas de otoño de 2016, solo cinco de los 18 proyectos de planes presupuestarios cumplen plenamente el PEC. La Comisión considera que los planes de Alemania, Estonia, Luxemburgo, Países Bajos y Eslovaquia (todos sujetos al componente preventivo del Pacto) «cumplen» el PEC, sin variación con respecto al año anterior, mientras que, a su juicio, los proyectos de presupuestos de cinco países solo «cumplen en líneas generales» las exigencias del PEC (véase cuadro)³²: concretamente, los de Irlanda, Letonia, Malta y Austria, que están sometidos al componente preventivo, y Francia, sujeto al componente corrector del PEC (procedimiento de déficit excesivo o PDE). Aunque se prevé que el déficit de Francia caiga por debajo del valor de referencia del 3 % del PIB en el plazo fijado en el PDE (2017), no se espera que la corrección del déficit excesivo sea sostenible en vista de la acumulación considerable de incumplimientos en los ajustes estructurales, si se comparan con los compromisos adquiridos en virtud del PEC³³.

³⁰ En los proyectos de planes presupuestarios se excluyen los de los países de la zona del euro que están sujetos a un programa de asistencia financiera, como es el caso de Grecia.

³¹ Véase el recuadro titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2016», *Boletín Económico*, número 4, BCE, junio de 2016.

³² La información relativa a los criterios de evaluación se puede consultar en las notas que acompañan el cuadro.

³³ Según las previsiones económicas de otoño de 2016 de la Comisión Europea, el ajuste estructural será del 0,6 % del PIB acumulado durante el período 2015-2017, mientras que en la recomendación formulada en 2015 por el Consejo en el contexto del PDE con respecto a Francia se recomienda el 2,2 % del PIB.

Cuadro

Proyectos de planes presupuestarios para 2017

	Objetivo presupuestario a medio plazo (OMP)	Saldo estructural en 2017 (previsiones de otoño de 2016 de la Comisión Europea)	Ajuste estructural real en 2017 (previsiones de otoño de 2016 de la Comisión Europea)	Compromiso de ajuste estructural en 2017 con arreglo al PEC (puntos porcentuales)
Cumplimiento del PEC				
Alemania	-0,5	0,4	-0,2	En el OMP
Estonia*	0,0	-0,2	-0,8	En el OMP
Luxemburgo	-0,5	0,4	-1,5	En el OMP
Países Bajos	-0,5	-0,2	0,3	En el OMP
Eslovaquia	-0,5	-1,4	0,6	0,5
Cumplimiento del PEC en líneas generales				
Irlanda ¹	-0,5	-1,0	0,7	0,6
Letonia* ¹	-1,0	-1,7	-0,2	-0,2
Malta ¹	0,0	-0,7	0,4	0,6
Austria* ¹	-0,5	-0,9	0,1	-0,1
Francia (plazo fijado en el PDE: 2017) ²	-0,4	-2,3	0,2	0,9
Riesgo de incumplimiento del PEC				
Bélgica ³	0,0	-2,0	0,7	0,6
Italia ³	0,0	-2,2	-0,5	0,6
Chipre* ³	0,0	-1,3	-1,4	-0,4
Lituania* ³	-1,0	-1,4	-0,4	-0,2
Eslovenia ³	0,25	-2,3	-0,2	0,6
Finlandia* ³	-0,5	-1,6	-0,3	0,6
Portugal (plazo fijado en el PDE: 2016) ⁴	0,25	-2,4	0,0	0,6
España (plazo fijado en el PDE: 2018) ⁴	0,0	-3,8	0,0	0,5

Fuentes: Comisión Europea y AMECO.

Notas: * Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Austria y Finlandia han solicitado flexibilidad en el marco del PEC (en especial, en lo que respecta a reformas estructurales, inversión y pensiones).

1) Por lo que se refiere a los países sujetos al componente preventivo del PEC, los proyectos de planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC si, con arreglo a la previsión de la Comisión, el plan puede dar lugar a una ligera desviación con respecto al OMP o de la senda de ajuste hacia su consecución, pero el grado de incumplimiento de la exigencia no representaría una desviación significativa con respecto al ajuste requerido. Las desviaciones de los objetivos fiscales en el contexto del componente preventivo se clasifican como «significativas» si superan el 0,5 % del PIB un año o el 0,25 % del PIB, en promedio, dos años consecutivos. Al mismo tiempo, se determina que los Estados miembros respetan «en su caso» el valor de referencia de reducción de la deuda.

2) En el caso de los países sujetos a un PDE, la Comisión considera que los proyectos de planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC si, con arreglo a la previsión de la Comisión, los objetivos de déficit se alcanzarán pero el esfuerzo fiscal será notablemente insuficiente en relación con el objetivo recomendado, poniendo en riesgo el cumplimiento de la recomendación formulada en el contexto del PDE.

3) En el marco del componente preventivo, la Comisión concluye que los proyectos de planes presupuestarios corren «riesgo de incumplimiento del PEC» si la previsión de la Comisión contempla una desviación significativa con respecto al OMP o de la senda de ajuste hacia su consecución en 2017, o riesgo de incumplimiento del valor de referencia de reducción de la deuda «cuando sea el caso».

4) La Comisión considera que los países sometidos a un PDE corren «riesgo de incumplimiento» si la previsión de la Comisión para 2017, sujeta a confirmación *ex post*, podría llevar al endurecimiento del PDE porque se prevé que no se logren el esfuerzo fiscal recomendado ni el objetivo de déficit fijado en la Recomendación.

Aunque algunos planes presupuestarios distan mucho de cumplir las disposiciones del PEC, a finales de octubre, la Comisión no había solicitado a ningún Estado miembro un plan actualizado, dado que no se satisfacía el criterio de incumplimiento especialmente grave de conformidad con el

Reglamento (UE) nº 473/2013. No obstante, según la Comisión, los proyectos de planes presupuestarios de ocho países plantean un «riesgo de incumplimiento» del PEC. Este dato contrasta con los cinco países que se incluyeron en esta categoría en la evaluación del año anterior. En el contexto del componente corrector del PEC, el grupo identificado este año incluye Portugal y España³⁴, cuyo plazo fijado en el PDE es 2016 y 2018, respectivamente. Se considera que ambos países han adoptado medidas eficaces en 2016 en respuesta a las notificaciones enviadas el 2 de agosto, donde se les instaba a tomar medidas adicionales con arreglo al artículo 126, apartado 9, del Tratado del Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). Al mismo tiempo, las previsiones para 2017 señalan que los esfuerzos estructurales serán significativamente insuficientes, si bien las autoridades españolas presentaron antes del 15 de octubre un proyecto de plan presupuestario que no contemplaba cambios en las políticas y se comprometieron a presentar un plan actualizado que cumpla plenamente el PEC en la reunión del Eurogrupo del 5 de diciembre³⁵.

En el grupo de países sujetos al componente preventivo se incluyen seis Estados miembros. Las previsiones para Bélgica, Italia, Chipre y Eslovenia indican que la mejora del saldo estructural con respecto al objetivo presupuestario a medio plazo (OMP) específico para cada país distará significativamente de cumplir los requisitos, es decir, se desviará en más de 0,5 puntos porcentuales del PIB. Esta evaluación no cambiaría aunque se concediese posteriormente la flexibilidad en el marco del PEC que han solicitado algunos Gobiernos en sus proyectos de planes presupuestarios. Los otros dos países del grupo son Lituania y Finlandia, para los cuales la insuficiencia en los esfuerzos estructurales para alcanzar el OMP se mantendría por debajo del umbral que se considera significativo, incluso si posteriormente se les otorgase la flexibilidad solicitada. La Comisión evaluará en la primavera de 2017 la posibilidad de admitir que los países se desvíen de la senda de ajuste hacia la consecución del OMP, de acuerdo con las disposiciones del PEC en materia de flexibilidad.

En el caso de Italia y Bélgica, los dictámenes de la Comisión implican que deja de aplicarse el cumplimiento del componente preventivo como factor atenuante cuando se evalúa su (in)cumplimiento de la regla sobre la deuda.

El 5 de diciembre, el Eurogrupo señaló que, «en vista del incumplimiento *prima facie* del valor de referencia para la reducción de la deuda, la Comisión publicará un nuevo informe con arreglo al artículo 126, apartado 3, del TFUE» para ambos países. En cuanto a Italia, la Comisión había previsto inicialmente revisar en noviembre su evaluación de los factores relevantes en un nuevo informe basado en el proyecto de plan presupuestario para 2017³⁶.

³⁴ Dado que España y Lituania presentaron proyectos de planes presupuestarios que no contemplaban cambios en las políticas —porque no se había formado un nuevo Gobierno tras la celebración de las elecciones—, se les ha solicitado que presenten planes actualizados lo antes posible. El 9 de diciembre, el Consejo de Ministros de España aprobó el proyecto de plan presupuestario para 2017, que prevé un déficit del 3,1% y una mejora de la ratio de déficit estructural del 0,5%, en consonancia con los compromisos adquiridos en el contexto del PDE.

³⁵ Véase http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2016/assessment_pt_es_en.pdf.

³⁶ Para obtener información más detallada, véase http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-16-1727_de.htm.

Los proyectos de planes presupuestarios apuntan a una orientación de la política fiscal prácticamente neutral para la zona del euro en 2017, de modo que se logra un equilibrio entre las necesidades agregadas de estabilización y de sostenibilidad. En líneas generales, el concepto de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro supone una aportación útil para los debates sobre políticas y los análisis económicos a escala de la zona del euro, donde la política monetaria única se complementa con políticas fiscales nacionales³⁷. Sin embargo, no representa una restricción legalmente vinculante para los Estados miembros, que siguen estando obligados a cumplir el PEC. Tomando en consideración la comunicación de la Comisión sobre una orientación de la política fiscal adecuada para la zona del euro, el 5 de diciembre, el Eurogrupo subrayó «la importancia de un equilibrio adecuado entre la necesidad de asegurar la sostenibilidad y la necesidad de apoyar la inversión para fortalecer la frágil recuperación». El Eurogrupo recordó también que, en julio, los ministros de Finanzas de la zona del euro habían concluido que la orientación de la política fiscal prácticamente neutral en 2017 representaba un equilibrio apropiado.

Al mismo tiempo, la orientación de la política fiscal prácticamente neutral refleja una composición subóptima por países, como también observó la Comisión. Por un lado, un número considerable de países de la zona del euro deben intensificar sus esfuerzos estructurales para cumplir el PEC. Por otro, algunos países están superando sus OMP y, por consiguiente, disponen de margen de maniobra fiscal. En este sentido, en la declaración del Eurogrupo se recuerda que «estos Estados miembros podrían utilizar su situación presupuestaria favorable para impulsar aún más su demanda interna y su potencial de crecimiento [...], y respetar a la vez el OMP [...]»³⁸.

De cara al futuro, un mecanismo fiscal adecuado favorecería la consecución de los objetivos en materia de política presupuestaria a nivel agregado de la zona del euro. En el informe de los cinco presidentes³⁹, publicado en junio de 2015, se recomienda reforzar el marco institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM) con un mecanismo fiscal para la zona del euro, esto es, con un aumento de la capacidad de estabilización automática cuando existan grandes perturbaciones macroeconómicas. En el informe se hace hincapié en el hecho de que el «objetivo de la estabilización automática a escala de la zona del euro no consistirá en ajustar activamente el ciclo económico, sino en mejorar el modo de amortiguar las grandes perturbaciones macroeconómicas». En este contexto, el informe pone de relieve que cualquier avance hacia la mutualización de riesgos dentro de la zona del euro «debería ser la culminación de un proceso que exige, como condición previa, un grado significativo de convergencia económica, integración financiera y mayor coordinación y centralización de la toma de decisiones sobre los presupuestos

³⁷ Para consultar un análisis de las dificultades que conlleva la evaluación de la orientación de la política fiscal, véase el artículo titulado «La orientación de la política fiscal de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, junio de 2016.

³⁸ Ahora bien, el PEC es asimétrico en la medida en que los países cuyos esfuerzos estructurales son insuficientes para cumplir los compromisos adquiridos deben garantizar el cumplimiento, mientras que los países con margen de maniobra fiscal no están obligados a utilizarlo.

³⁹ Véase https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_en.pdf.

nacionales, acompañado de un fortalecimiento acorde de la rendición de cuentas democrática»⁴⁰.

A falta de este tipo de mecanismos y en vista de las reglas fiscales de la UE, la composición de los presupuestos nacionales sigue siendo la herramienta fundamental para respaldar la actividad económica. A este respecto, la Comisión considera que «los proyectos de planes presupuestarios solo prevén cambios muy limitados en la composición de las finanzas públicas en 2016-2017 para la zona del euro en su conjunto». Así pues, el 5 de diciembre el Eurogrupo reconoció también que existía «margen para adoptar decisiones que estimulen en mayor medida el crecimiento» dentro de los presupuestos públicos, y reafirmó la importancia de reducir la carga fiscal sobre el trabajo, así como las ventajas que suponen las revisiones bien diseñadas del gasto público.

En marzo de 2017, el Eurogrupo volverá a evaluar los compromisos adquiridos por los países, basándose en las previsiones de invierno de 2017 de la Comisión Europea. En diciembre de 2016, recalcó que «deben aplicarse políticas fiscales que cumplan plenamente el PEC».

⁴⁰ Asimismo, el Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE), creado en 2015, posiblemente podría contribuir a la reducción de las disparidades regionales existentes en la UE. Según una propuesta conjunta de la Comisión y del Banco Europeo de Inversiones, esto forma parte de la [orientación estratégica del FEIE](#) (para obtener información detallada, véase la página 4).

Artículos

1 El impacto de la incertidumbre en la actividad de la zona del euro

Los cambios en la incertidumbre pueden afectar de forma importante a la coyuntura y a las perspectivas económicas. En este artículo se analizan los diversos métodos propuestos en la literatura para medir la incertidumbre y se muestra la evolución de esas medidas en la zona del euro. También se describen los canales de transmisión de los cambios en la incertidumbre a la economía, y se aporta cierta evidencia basada en modelos del impacto de este factor en la actividad de la zona del euro. Los resultados sugieren que la incertidumbre en la zona del euro aumentó notablemente durante la Gran Recesión y durante la crisis de la deuda soberana, y que la existencia de un nivel elevado de incertidumbre podría suponer un freno significativo para la actividad de la zona del euro y, en especial, para la inversión.

Conclusión

Existe cierta evidencia de que el incremento de la incertidumbre puede tener un efecto adverso sobre la economía, si bien este efecto es difícil de observar y de cuantificar. La literatura económica ofrece distintas maneras de medir la incertidumbre, y combinando estos métodos con las diversas fuentes de datos se podría obtener un indicador sintético útil de la incertidumbre en la zona del euro.

Dado que la incertidumbre puede ser un factor determinante de los ciclos económicos en la zona del euro, para los analistas y para los responsables de la política económica es importante construir indicadores de incertidumbre y realizar su seguimiento. En toda proyección es imprescindible evaluar el nivel actual de incertidumbre y basarse en supuestos de la incertidumbre esperada durante el horizonte de proyección. Asimismo, un análisis de escenarios que recoja el impacto estimado de posibles cambios en la incertidumbre puede ser indicativo de los riesgos en torno a las proyecciones. Para los responsables de la política económica, las políticas óptimas en épocas de mayor incertidumbre podrían incluir medidas dirigidas a reducir esta incertidumbre y a mitigar su impacto.

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

Análisis retrospectivo de las reformas de los derivados OTC: objetivos, avances y cuestiones pendientes

En la cumbre de Pittsburgh celebrada en 2009, los líderes del G-20 se comprometieron a reformar los mercados de derivados negociados fuera de mercados organizados (OTC), con el fin de aumentar su transparencia, prevenir el abuso de mercado y reducir los riesgos sistémicos. En este artículo, centrado en Europa, se recuerdan los objetivos de las reformas de Pittsburgh, se analizan los avances realizados desde su adopción, en particular con respecto al registro de operaciones y a la compensación central, y se identifican las cuestiones y problemas pendientes para las autoridades reguladoras. Estos últimos se refieren, principalmente, a: i) la resistencia, la recuperación y la resolución de las entidades de contrapartida central, dada su creciente importancia sistémica a raíz de las reformas; ii) la necesidad de reforzar la estabilidad de los mercados de derivados, y iii) la calidad de los datos y la transparencia de las operaciones con derivados OTC, que son todavía insuficientes, pese a los considerables progresos ya conseguidos.

Introducción: las reformas de los derivados OTC de Pittsburgh

Debido a su tamaño, sus riesgos inherentes y su falta de transparencia, los mercados mundiales de derivados OTC centraron la atención de las autoridades reguladoras tras la crisis. A finales de 2008, su valor nominal había alcanzado la cifra de 598 billones de dólares (430 billones de euros) y su valor de mercado bruto ascendía a 35 billones de dólares (25 billones de euros) (véase gráfico 1). En respuesta a la crisis financiera mundial, en la cumbre de Pittsburgh de septiembre de 2009, los líderes del G-20 se comprometieron a reformar los mercados de derivados OTC con el fin de aumentar su transparencia, prevenir el abuso de mercado y reducir los riesgos sistémicos. Siete años después, procede revisar los avances realizados a escala mundial y, en particular, europea en relación con el compromiso asumido en Pittsburgh, así como las cuestiones pendientes.

Un derivado es un contrato cuyo valor se «deriva» de un activo o de un precio de referencia y que se utiliza con fines de cobertura o especulativos. Los tipos de derivados más básicos son los contratos a plazo (en adelante, *forwards*), las opciones y los *swaps*⁴¹. En función de las clases de activos subyacentes, se distingue entre derivados sobre materias primas, sobre acciones, de divisas, de crédito y de tipo de interés, siendo estos últimos, con diferencia, la clase más importante, tanto en términos de principal nominal como de valor de mercado bruto (véase gráfico 1). Los contratos de derivados pueden negociarse en un mercado regulado o en una plataforma de negociación («derivados negociados en mercados

⁴¹ Los *forwards* son acuerdos entre dos partes mediante los que el vendedor/el comprador tiene la obligación de entregar/pagar un activo a un precio fijo en una fecha futura convenida. Los futuros son *forwards* estandarizados. Las opciones son contratos que otorgan al comprador el derecho, pero sin imponerle la obligación, de comprar o vender un activo a un precio fijo en el futuro. Los *swaps* conllevan la obligación de intercambiar flujos de efectivo futuros en un plazo acordado, por ejemplo, un conjunto de flujos de efectivo referenciados a un tipo de interés fijo por flujos de efectivo referenciados a un tipo de interés variable.

organizados», o ETD, en sus siglas en inglés, que generalmente están altamente estandarizados) o pueden negociarse fuera de mercados organizados, es decir, bilateralmente entre las contrapartes en condiciones a medida. Los derivados no son necesariamente tan peligrosos como algunos han sugerido —quizá el caso más notable es el de Warren Buffet, quien en 2002 llamó a las permutas de riesgo de crédito (CDS) «armas financieras de destrucción masiva»⁴². Sin embargo, sí que generan un riesgo de contraparte y tienen un mayor apalancamiento que otros instrumentos financieros, debido a que su efecto de apalancamiento puede aumentar los beneficios o las pérdidas.

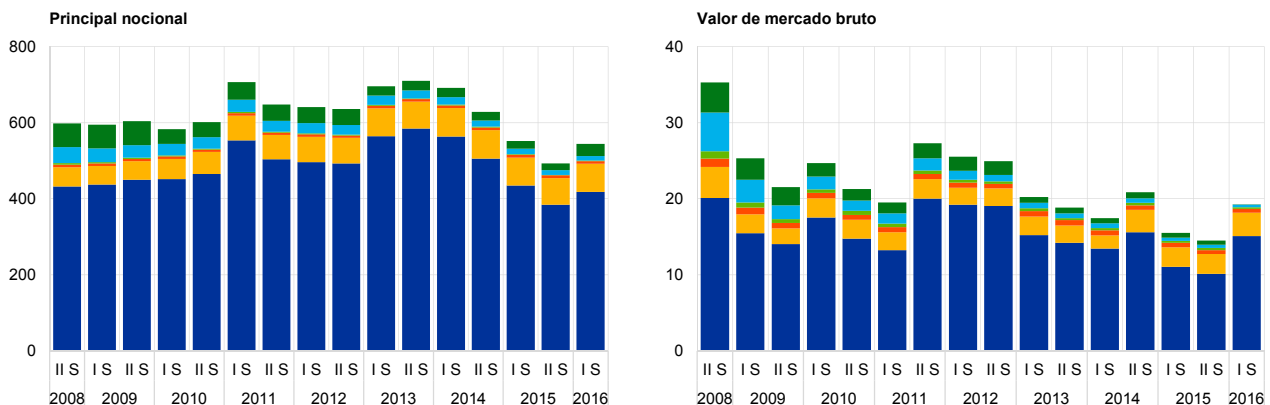
Los derivados, y especialmente los CDS, fueron un importante factor determinante de los problemas de Lehman Brothers y de AIG. Por tanto, no es casualidad que, en noviembre de 2008, dos meses después del colapso de Lehman Brothers, la cumbre del G-20 de Washington expresara «los productos financieros cada vez más complejos y opacos, con el consiguiente exceso de apalancamiento» como una de las causas fundamentales de la crisis financiera mundial. Así pues, se pidió a los supervisores y a los reguladores que «aceleraran los esfuerzos para reducir los riesgos sistémicos de las operaciones con CDS y con derivados OTC y que aumentaran la transparencia de los mercados de estos productos»⁴³. Este último aspecto fue incluso una medida prioritaria que debía de llevarse a cabo antes del 31 de marzo de 2009.

Gráfico 1

Mercados mundiales de derivados OTC

(billones de dólares; datos semestrales)

- Derivados de tipos de interés
- Derivados de divisas
- Derivados sobre acciones
- Derivados sobre materias primas
- CDS
- Otros



Fuente: Datos de la encuesta semestral sobre derivados OTC del Banco de Pagos Internacionales (BPI).

⁴² Véase el artículo de Helen Simon en Investopedia, titulado «[Are derivatives a disaster waiting to happen?](#)».

⁴³ [Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy](#), Grupo de los Veinte (G-20), 2008, p. 1, y Action Plan, p. 3, respectivamente.

En la cumbre de Pittsburgh de septiembre de 2009, los líderes del G-20 se comprometieron a aumentar la resistencia y la transparencia de los mercados de derivados OTC. En la Declaración de los Líderes, hicieron un llamamiento a los ministros de Economía y Finanzas y a los gobernadores de los bancos centrales del G-20 para que acordaran «un marco internacional de reformas en las siguientes áreas críticas», entre ellas:

«Mejora de los mercados de derivados OTC: todos los contratos de derivados OTC estandarizados deberían negociarse en mercados regulados o a través de plataformas de negociación electrónicas, en su caso, y compensarse a través de entidades de contrapartida central⁴⁴ antes de finales de 2012, a más tardar. Los contratos de derivados OTC deberían ser notificados a registros de operaciones. Los contratos que no se compensen de forma centralizada deberían estar sujetos a requerimientos de capital más elevados. Pedimos al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y a sus miembros más relevantes que evalúen regularmente la implementación de estas medidas y si resultan suficientes para mejorar la transparencia de los mercados de derivados, mitigar los riesgos sistémicos y evitar el abuso de mercado⁴⁵.»

En relación con el compromiso de Pittsburgh sobre derivados OTC, raras veces tan pocas líneas han tenido ocupada a tanta gente durante tanto tiempo. La implementación de este mandato generó una oleada sin precedentes de nuevas normas y regulaciones, y se tradujo en profundas adaptaciones en el sector, tanto a nivel mundial como en las distintas jurisdicciones, con el objetivo último de aumentar la transparencia, evitar el abuso de mercado y reducir los riesgos sistémicos de los mercados de derivados OTC.

Este artículo se centra en el análisis de la situación actual en la Unión Europea (UE), comparándola con los objetivos originales de la agenda de Pittsburgh.

En él se describen los avances realizados y se identifican las cuestiones pendientes en relación con los cinco puntos de la exigente agenda de reformas de Pittsburgh⁴⁶:

- notificar todos los contratos de derivados OTC a registros de operaciones;
- negociar todos los contratos de derivados OTC estandarizados en un mercado regulado, y
- compensarlos a través de entidades de contrapartida central;
- introducir requerimientos de capital más elevados para los contratos que no se compensen de forma centralizada, y
- evaluar regularmente si las cuatro medidas anteriores son suficientes para «aumentar la transparencia de los mercados, mitigar el riesgo sistémico y evitar el abuso de mercado».

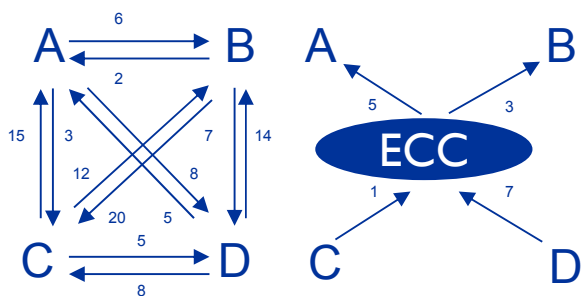
⁴⁴ La parte del mercado de derivados OTC compensada por entidades de contrapartida central tuvo una evolución mejor durante la crisis, debido a la mayor solidez de su gestión de riesgos y a la mayor transparencia de las exposiciones de los miembros compensadores.

⁴⁵ [Leaders' Statement – The Pittsburgh Summit](#), G-20, 2009, pp. 8-9.

⁴⁶ Las cumbres del G-20 de Cannes (noviembre de 2011) y de San Petersburgo (septiembre de 2013) incorporaron aspectos adicionales a la agenda de reformas de los derivados OTC, en particular los requisitos de márgenes para los derivados no compensados de forma centralizada, en el primer caso, y el acuerdo de que las jurisdicciones se remitan a las reglas de las ECC de otras jurisdicciones, en el segundo, pero la esencia de la agenda procede de Pittsburgh.

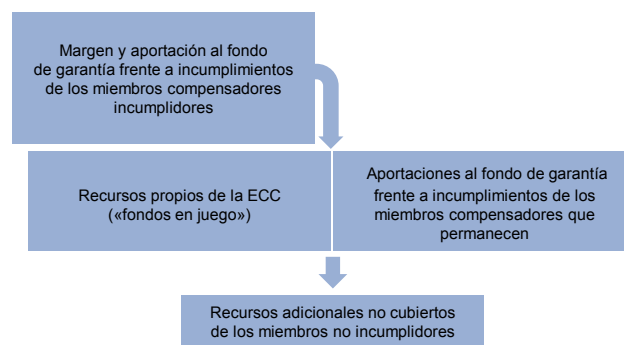
Las entidades de contrapartida central (ECC) y los registros de operaciones son infraestructuras de los mercados financieros (IMF) que han adquirido mayor prominencia en relación con los mercados de derivados OTC como consecuencia de las reformas de Pittsburgh. Una ECC se interpone entre dos partes de una operación con valores o con derivados, convirtiéndose en el comprador para el vendedor y viceversa, y asumiendo el riesgo de contraparte (es decir, el riesgo de que una parte del contrato incumpla sus obligaciones)⁴⁷. Mediante este proceso, y mediante el neteo multilateral (véase figura 1), la ECC reduce el riesgo de crédito y de liquidez global y sustituye las exposiciones bilaterales por una red centralizada de exposiciones entre los miembros compensadores y la ECC. Aunque la ECC elimina el riesgo de contraparte que los miembros compensadores tienen entre sí, dichos miembros están expuestos a la ECC, no solo por sus posiciones principales, sino también a través de los pagos de márgenes y las aportaciones al fondo de garantía frente a incumplimientos, que la ECC podría utilizar como parte de su cascada de recursos ante el incumplimiento de otros miembros (véase figura 2). Las herramientas de gestión de riesgos de una ECC incluyen un «margen inicial» (una cantidad preestablecida de activos de garantía aportados a la ECC), un «margen de variación» (pagos exigibles como consecuencia de variaciones en los precios de mercado) y recortes aplicados a las garantías. Un registro de operaciones es un registro electrónico centralizado donde se almacenan detalles de las distintas operaciones individuales con derivados, tanto compensadas como no compensadas (véase sección 3.1).

Figura 1
Neteo multilateral de las ECC



Fuente: BCE.
Nota: La ECC calcula y registra las obligaciones netas derivadas de las operaciones («neteo multilateral»).

Figura 2
Cascada de recursos financieros si un miembro compensador incumple sus obligaciones



Fuente: BCE.

El resto de este artículo se estructura de la siguiente forma: En la sección 2 se describen los principios para las infraestructuras de los mercados financieros (PFMI, en sus siglas en inglés), un conjunto fundamental de normas internacionales que reciben la influencia del compromiso de Pittsburgh en lo que respecta a las ECC

⁴⁷ Para obtener explicaciones más detalladas sobre el funcionamiento de las ECC, véanse, por ejemplo, los sitios web del Deutsche Bundesbank sobre vigilancia de las entidades de contrapartida central (*oversight of central counterparties*); «OTC derivatives: new rules, new actors, new risks», *Financial Stability Review*, n.º 17, Banco de Francia, 2013; y D. Nixon y A. Rehlón, «Central counterparties: what are they, why do they matter and how does the Bank supervise them?», *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q2 2013.

y los registros de operaciones, y otras orientaciones y trabajos de reforma en curso de carácter global. En la sección 3 se analiza la situación de Europa en relación con la obligación de registro, la obligación de compensación y los demás elementos de las reformas de Pittsburgh, que se articularon, en gran medida, a través del Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado. En la sección 4 se identifican las cuestiones y los problemas pendientes que requieren reforma adicional para, en particular, aumentar la resistencia y facilitar la recuperación y resolución de las ECC, reforzar la estabilidad de los mercados de derivados y seguir mejorando la transparencia de los mercados de derivados OTC. En la sección 5 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

Desde el compromiso asumido en Pittsburgh se han realizado avances considerables para aumentar la transparencia y la resistencia de los mercados de derivados OTC. La Unión Europea tardó más que Japón y que Estados Unidos en aplicar las obligaciones de notificación y de compensación, así como los demás puntos de la agenda de Pittsburgh, pero, excepto por los requisitos relativos a la negociación, todos los marcos legislativos están ya vigentes.

No obstante, todavía hay varias cuestiones pendientes con respecto a los objetivos de Pittsburgh y será necesario seguir trabajando para resolverlas.

Desde la perspectiva del BCE, continúa habiendo tres cuestiones pendientes, que en parte tienen una dimensión internacional, pero que deberían abordarse, fundamentalmente, introduciendo reformas adicionales en las partes correspondientes del marco regulatorio de la UE. Estas cuestiones son:

- aumentar aún más la resistencia de las ECC y facilitar su recuperación y resolución, en particular mediante la implementación íntegra y a su debido tiempo del plan de trabajo de ECC a nivel mundial;
- reforzar la estabilidad de los mercados de derivados, entre otras vías, mediante un nuevo análisis de la forma en que los distintos requerimientos (prudenciales) regulatorios se compensan y afectan a los incentivos para la compensación central;
- seguir aumentando la transparencia de los mercados de derivados OTC, en particular mejorando la calidad de los datos y creando mecanismos eficaces para la agregación de datos europeos y mundiales, que en este momento son inexistentes, pero para los que la armonización de la información actualmente en curso es un requisito previo importante.

El BCE y el Eurosistema, que han participado activamente en las reformas acometidas tras la cumbre de Pittsburgh, seguirán realizando un atento seguimiento de la evolución de los mercados de derivados OTC y de sus infraestructuras, y continuarán contribuyendo a aumentar su transparencia y su resistencia.

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

Estadísticas

Índice

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

Información adicional

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

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre períodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20 ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro ³⁾ (IAPC)
							Total	Excluidos alimentos y energía					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,7	1,9	1,4	7,8	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	3,1	-0,1	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,2	2,6	2,2	0,6	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 IV TR	0,7	0,2	0,7	-0,4	1,6	0,5	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2016 I TR	0,7	0,2	0,4	0,5	1,2	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,0	2,1	0,0
II TR	0,6	0,4	0,7	0,2	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,3	-0,4	2,1	-0,1
III TR	.	0,8	0,5	0,5	1,8	0,3	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
2016 Jun	-	-	-	-	-	-	0,9	1,9	1,0	0,5	-0,4	1,9	0,1
Jul	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	0,8	0,6	-0,4	1,8	0,2
Ago	-	-	-	-	-	-	0,9	1,8	1,1	0,6	-0,5	1,3	0,2
Sep	-	-	-	-	-	-	1,2	1,8	1,5	1,0	-0,5	1,9	0,4
Oct	-	-	-	-	-	-	.	.	1,6	0,9	.	2,1	0,5
Nov ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	0,6

Fuentes: Eurostat (col. 3, 6, 10, 13); BPI (col. 2, 4, 9, 11, 12); OCDE (col. 1, 5, 7, 8).

1) Datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar.

2) Actualmente no se dispone de datos sobre Argentina debido al estado de emergencia administrativa del sistema estadístico nacional declarado por el Gobierno de este país el 7 de enero de 2016. En consecuencia, Argentina no se incluye en el cálculo del agregado del G-20. La política relativa a la inclusión de Argentina se reconsiderará en el futuro dependiendo de la evolución futura.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión; datos desestacionalizados)							Importaciones de mercancías ¹⁾				
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global ²⁾			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	2,8	-0,2	4,9
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,1	51,4	2,6	3,8	1,8
2015	53,3	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,9	50,3	1,3	3,8	-0,3
2015 IV TR	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	1,1	0,4	1,6
2016 I TR	51,2	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,7	51,3	49,4	-1,1	0,6	-2,2
II TR	50,8	51,5	52,5	49,0	50,5	53,1	49,7	51,1	48,8	-0,5	0,1	-0,9
III TR	51,2	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,6	51,1	50,1	0,8	1,1	0,7
2016 Jun	50,6	51,2	52,5	49,0	50,3	53,1	49,7	51,0	49,3	-0,5	0,1	-0,9
Jul	51,2	51,8	47,4	50,1	51,9	53,2	51,6	51,0	49,7	0,4	0,3	0,4
Ago	51,1	51,5	53,5	49,8	51,8	52,9	51,8	50,8	50,4	1,2	1,6	1,0
Sep	51,5	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,6	51,4	50,2	0,8	1,1	0,7
Oct	53,3	54,9	54,7	51,3	52,9	53,3	53,4	53,3	50,5	.	.	.
Nov	53,2	54,9	55,2	52,0	52,9	53,9	53,2	53,2	50,7	.	.	.

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

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

2) Excluida la zona del euro.

2 Evolución financiera

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

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016 May	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03
Jun	-0,33	-0,36	-0,27	-0,16	-0,03	0,65	-0,03
Jul	-0,33	-0,37	-0,29	-0,19	-0,06	0,70	-0,03
Ago	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02
Sep	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
Oct	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
Nov	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06

Fuente: BCE.

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

2.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro ^{1), 2)}					Zona del euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 May	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19
Jun	-0,65	-0,65	-0,66	-0,52	-0,10	0,54	1,03	0,72	-0,66	-0,66	-0,12	0,60
Jul	-0,65	-0,64	-0,65	-0,55	-0,15	0,49	0,96	0,56	-0,65	-0,67	-0,19	0,55
Ago	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64
Sep	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
Oct	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
Nov	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29

Fuente: BCE.

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

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

2.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016 May	319,5	2.983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2.065,6	16.612,7
Jun	312,2	2.910,8	591,8	243,6	588,2	276,9	141,7	481,3	359,9	249,8	320,4	761,3	2.083,9	16.068,8
Jul	312,8	2.919,1	604,5	247,1	599,9	285,0	132,8	481,1	372,6	258,5	317,8	801,0	2.148,9	16.168,3
Ago	323,2	2.992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2.177,5	16.586,1
Sep	325,5	3.012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2.157,7	16.737,0
Oct	327,9	3.042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2.143,0	17.044,5
Nov	324,5	3.026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2.165,0	17.689,5

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubierto	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés	TAE ³⁾	Por período inicial de fijación del tipo de interés							
			Hasta 2 años	Más de 2 años					Tipo flexible y hasta 1 año		Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 años a 10 años		Más de 10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2015 Nov	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,05	2,31	2,31	2,45	2,62	2,27
Dic	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22
2016 Ene	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,23	2,30	2,40	2,53	2,23
Feb	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,61	2,00	2,20	2,23	2,33	2,48	2,19
Mar	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11
Abr	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,20	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09
May	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02
Jun	0,09	0,54	0,56	0,86	6,55	16,79	4,96	5,87	6,18	2,45	1,81	2,00	1,97	2,02	2,32	1,97
Jul	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92
Ago	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,44	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90
Sep	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,76	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86
Oct ⁶⁾	0,08	0,49	0,44	0,75	6,43	16,78	5,17	5,68	6,10	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,24	1,81

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa Anual Equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubierto	Otros préstamos por tamaño y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2015 Nov	0,16	0,23	0,83	3,05	3,14	3,39	2,88	2,03	2,16	2,20	1,46	1,62	1,98	2,13
Dic	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,51	1,77	1,92	2,09
2016 Ene	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,43	1,67	2,07	2,11
Feb	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,37	1,47	1,74	2,02
Mar	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,05
Abr	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
May	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
Jun	0,11	0,15	0,64	2,75	2,67	3,01	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90
Jul	0,09	0,16	0,42	2,71	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
Ago	0,09	0,16	0,47	2,74	2,68	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83
Sep	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,96	2,43	1,82	1,86	1,73	1,28	1,61	1,64	1,86
Oct ⁶⁾	0,08	0,15	0,45	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83

Fuente: BCE.

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

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

2 Evolución financiera

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC*	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC*	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas
Corto plazo														
2013	1.255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1.320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.273	517	151	.	61	478	65	335	150	37	.	32	82	34
2016 Abr	1.295	519	136	.	78	495	68	355	155	39	.	33	82	46
May	1.306	530	133	.	79	495	68	333	153	38	.	34	75	34
Jun	1.287	525	132	.	67	493	69	308	136	38	.	27	80	27
Jul	1.272	524	124	.	72	486	66	349	154	43	.	36	78	38
Ago	1.290	526	141	.	70	484	70	316	138	51	.	24	77	26
Sep	1.301	539	136	.	68	492	65	345	155	40	.	30	85	36
Largo plazo														
2013	15.114	4.403	3.094	.	920	6.069	628	223	70	39	.	16	89	9
2014	15.131	4.045	3.164	.	994	6.285	642	220	65	43	.	16	85	10
2015	15.236	3.784	3.274	.	1.060	6.481	637	214	66	45	.	13	81	9
2016 Abr	15.109	3.724	3.138	.	1.067	6.548	633	219	61	35	.	25	91	7
May	15.218	3.732	3.160	.	1.081	6.611	634	238	59	57	.	26	88	8
Jun	15.218	3.733	3.104	.	1.080	6.663	638	216	73	41	.	14	79	10
Jul	15.178	3.698	3.127	.	1.083	6.629	641	203	55	46	.	10	84	9
Ago	15.167	3.692	3.125	.	1.082	6.628	640	99	32	17	.	3	42	5
Sep	15.194	3.673	3.152	.	1.101	6.630	638	216	52	45	.	29	84	7

Fuente: BCE.

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

* Sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización.

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC*	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas				
Saldo vivo											
2013	16.369,5	4.886,1	3.218,6	.	986,6	6.598,1	680,0	5.649,0	569,1	742,5	4.337,4
2014	16.451,0	4.587,9	3.295,1	.	1.052,1	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3
2015	16.508,7	4.301,2	3.425,6	.	1.120,8	6.959,3	701,9	6.744,7	586,1	911,6	5.247,0
2016 Abr	16.403,3	4.243,1	3.273,1	.	1.144,4	7.042,5	700,2	6.462,6	505,5	917,8	5.039,4
May	16.523,8	4.262,0	3.293,0	.	1.160,6	7.106,5	701,6	6.552,7	491,5	923,5	5.137,6
Jun	16.504,7	4.258,6	3.235,5	.	1.147,2	7.156,0	707,3	6.210,2	395,0	862,0	4.953,2
Jul	16.449,7	4.222,3	3.250,8	.	1.154,4	7.115,6	706,6	6.494,8	427,0	874,1	5.193,7
Ago	16.456,6	4.217,1	3.266,0	.	1.151,9	7.112,0	709,5	6.536,0	444,7	881,4	5.209,9
Sep	16.494,9	4.212,0	3.288,6	.	1.169,0	7.121,7	703,7	6.592,9	427,5	877,9	5.287,5
Tasa de crecimiento											
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7
2015	0,2	-6,9	5,3	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,4	0,6
2016 Abr	-1,0	-6,8	-0,2	.	3,6	1,7	-0,1	0,9	2,6	1,7	0,6
May	-0,7	-5,9	-0,6	.	4,7	1,6	0,6	0,9	2,5	1,5	0,6
Jun	-0,4	-4,6	-2,3	.	4,7	2,1	2,7	0,9	2,7	1,6	0,6
Jul	-0,2	-4,7	-1,5	.	4,3	2,2	2,8	0,9	2,8	1,6	0,6
Ago	0,0	-4,6	-0,1	.	4,0	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6
Sep	0,0	-3,8	-0,8	.	5,5	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6

Fuente: BCE.

* Sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización.

2 Evolución financiera

2.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM real ²⁾	CLUT real	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2013	101,2	98,2	96,7	91,8	100,9	98,9	111,9	95,5
2014	101,8	97,8	96,8	92,0	99,4	100,0	114,7	96,0
2015	92,4	88,4	89,1	83,9	86,3	90,7	106,5	87,8
2015 IV TR	92,4	88,3	89,3	84,3	85,8	90,5	107,7	88,3
2016 I TR	94,1	89,5	90,8	85,8	86,9	91,7	110,4	90,1
II TR	94,9	90,3	91,5	86,4	86,6	92,1	110,8	90,4
III TR	95,2	90,5	91,5	-	-	-	110,6	90,1
2016 Jun	94,7	90,2	91,3	-	-	-	110,5	90,3
Jul	94,9	90,4	91,4	-	-	-	110,2	89,9
Ago	95,2	90,6	91,6	-	-	-	110,6	90,2
Sep	95,4	90,7	91,6	-	-	-	110,9	90,3
Oct	95,5	90,8	91,4	-	-	-	110,6	90,1
Nov	95,0	90,3	90,6	-	-	-	110,3	89,8
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2016 Nov	-0,5	-0,6	-0,8	-	-	-	-0,2	-0,3
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2016 Nov	4,2	3,7	2,8	-	-	-	4,1	3,4

Fuente: BCE.

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

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

2.9 Tipos cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 IV TR	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2016 I TR	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
II TR	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
III TR	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
2016 Jun	7,402	7,520	27,061	7,437	313,984	118,453	4,400	0,790	4,5230	9,334	1,089	1,123
Jul	7,391	7,493	27,042	7,439	314,353	115,250	4,396	0,841	4,4856	9,474	1,087	1,107
Ago	7,454	7,487	27,025	7,441	310,205	113,487	4,300	0,855	4,4591	9,491	1,088	1,121
Sep	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
Oct	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
Nov	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2016 Nov	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,6	2,1	1,9	-2,8	0,4	1,5	-1,2	-2,1
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2016 Nov	8,0	-1,1	0,0	-0,3	-1,1	-11,1	3,3	23,0	1,5	5,8	-0,7	0,6

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Total ¹⁾			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</i>												
2015 III TR	21.708,7	23.017,6	-1.308,9	9.437,3	7.778,0	6.851,3	10.159,9	-45,7	4.821,5	5.079,7	644,2	13.185,1
IV TR	22.235,2	23.309,6	-1.074,4	9.815,1	8.079,3	7.175,3	10.303,2	-44,6	4.645,1	4.927,1	644,2	13.003,1
2016 I TR	22.100,0	23.183,1	-1.083,1	9.672,8	7.999,2	7.111,8	10.113,0	-21,8	4.661,9	5.070,9	675,3	13.234,3
II TR	22.550,0	23.431,9	-881,9	9.710,4	8.031,1	7.432,1	10.147,6	-54,9	4.740,5	5.253,2	721,8	13.331,6
<i>saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2016 II TR	212,6	220,9	-8,3	91,5	75,7	70,1	95,7	-0,5	44,7	49,5	6,8	125,7
<i>Transacciones</i>												
2015 IV TR	152,9	-4,1	157,0	227,7	206,5	111,5	-11,8	55,6	-246,5	-198,8	4,6	-
2016 I TR	386,5	381,8	4,7	115,2	74,6	134,1	41,3	27,3	108,8	265,9	1,0	-
II TR	202,0	110,0	92,0	-21,0	4,4	127,0	-47,2	-47,8	141,6	152,8	2,2	-
III TR	191,6	88,2	103,4	63,6	-12,8	124,9	-13,5	1,4	-6,0	114,5	7,7	-
2016 Abr	151,5	130,5	21,1	-8,0	9,7	55,9	-64,3	-21,4	126,7	185,1	-1,6	-
May	100,1	89,1	10,9	32,7	20,4	26,1	21,3	-14,0	52,1	47,4	3,1	-
Jun	-49,6	-109,7	60,0	-45,8	-25,6	45,0	-4,2	-12,4	-37,2	-79,8	0,7	-
Jul	123,1	116,1	7,0	15,6	-6,7	42,0	-16,8	5,8	60,5	139,6	-0,9	-
Ago	117,0	81,2	35,7	60,6	14,1	38,8	4,7	-2,2	18,0	62,5	1,8	-
Sep	-48,5	-109,2	60,6	-12,6	-20,2	44,1	-1,3	-2,3	-84,5	-87,6	6,8	-
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2016 Sep	932,9	575,8	357,1	385,5	272,7	497,5	-31,3	36,5	-2,1	334,4	15,5	-
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2016 Sep	8,7	5,4	3,3	3,6	2,6	4,7	-0,3	0,3	0,0	3,1	0,1	-

Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna							Saldo exterior ¹⁾			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
	Total construcción				Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>												
2013	9.932,1	9.602,3	5.561,2	2.094,5	1.947,0	1.000,6	572,4	369,1	-0,4	329,9	4.370,2	4.040,3
2014	10.133,2	9.775,3	5.633,7	2.125,1	1.986,4	1.000,6	598,7	382,2	30,2	357,9	4.532,8	4.174,9
2015	10.455,8	9.981,2	5.744,1	2.163,9	2.063,1	1.018,6	631,8	407,6	10,1	474,6	4.831,6	4.357,1
2015 IV TR	2.642,9	2.523,7	1.446,8	546,7	525,4	258,0	163,2	102,8	4,8	119,2	1.215,0	1.095,8
2016 I TR	2.659,3	2.533,0	1.454,2	551,2	526,1	259,5	163,8	102,2	1,5	126,3	1.199,4	1.073,1
II TR	2.671,6	2.547,1	1.461,1	554,1	533,5	260,2	165,2	107,3	-1,5	124,5	1.212,8	1.088,3
III TR	2.683,0	2.561,6	1.467,4	558,2	536,0	.	.	.	0,0	121,3	1.216,4	1.095,0
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2015	100,0	95,5	54,9	20,7	19,7	9,7	6,0	3,9	0,1	4,5	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2015 IV TR	0,5	0,8	0,4	0,6	1,3	1,4	3,3	-1,2	-	-	0,8	1,5
2016 I TR	0,5	0,4	0,7	0,6	0,4	1,0	0,5	-0,8	-	-	0,2	-0,1
II TR	0,3	0,3	0,2	0,4	1,2	-0,3	0,7	5,3	-	-	1,2	1,2
III TR	0,3	0,4	0,3	0,5	0,2	.	.	.	-	-	0,1	0,2
<i>tasas de variación interanual</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,3	-2,5	-3,5	-2,7	0,7	-	-	2,1	1,4
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,4	-0,9	4,4	3,1	-	-	4,5	4,9
2015	2,0	1,8	1,8	1,4	3,2	1,3	4,7	5,6	-	-	6,5	6,4
2015 IV TR	2,0	2,3	1,7	1,8	3,9	2,3	5,6	4,8	-	-	5,0	5,9
2016 I TR	1,7	2,1	1,9	2,0	2,4	2,0	4,7	0,7	-	-	2,4	3,4
II TR	1,7	2,2	1,7	2,0	3,6	2,3	5,2	4,7	-	-	2,5	3,8
III TR	1,7	1,9	1,6	2,0	3,0	.	.	.	-	-	2,2	2,9
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2015 IV TR	0,5	0,8	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,2	-0,3	-	-
2016 I TR	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
II TR	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-	-
III TR	0,3	0,4	0,2	0,1	0,0	.	.	.	0,1	-0,1	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,3	0,1	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	1,2	1,2	0,5	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,3	-	-
2015 IV TR	2,0	2,2	1,0	0,4	0,8	0,2	0,3	0,2	0,1	-0,2	-	-
2016 I TR	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,3	-	-
II TR	1,7	2,1	0,9	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,4	-	-
III TR	1,7	1,8	0,9	0,4	0,6	.	.	.	-0,1	-0,2	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3 Actividad económica

3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividad inmobiliaria	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2013	8.926,8	155,4	1.740,0	460,5	1.671,6	409,6	445,7	1.035,2	945,2	1.747,8	315,8	1.005,4
2014	9.099,0	149,9	1.777,1	460,8	1.711,5	415,2	461,0	1.044,8	978,6	1.778,6	321,4	1.034,3
2015	9.383,5	150,5	1.883,4	465,9	1.766,3	428,2	460,0	1.062,9	1.022,5	1.816,7	327,1	1.072,3
2015 IV TR	2.369,7	38,6	474,3	117,9	446,1	108,8	113,4	268,3	260,7	458,8	82,7	273,2
2016 I TR	2.386,0	36,3	478,7	119,9	449,3	109,5	113,9	269,8	262,2	462,3	84,1	273,3
II TR	2.394,9	36,1	477,3	120,4	451,6	110,3	113,2	271,7	265,5	464,7	84,3	276,7
III TR	2.404,7	36,1	479,1	121,1	453,2	110,7	113,0	272,7	266,8	467,5	84,4	278,2
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2015	100,0	1,6	20,1	5,0	18,8	4,6	4,9	11,3	10,9	19,4	3,5	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2015 IV TR	0,4	1,2	0,2	1,0	0,5	0,1	0,1	0,3	0,7	0,3	0,5	1,5
2016 I TR	0,5	-0,6	0,2	0,9	0,9	0,9	1,0	0,1	0,7	0,5	0,9	0,1
II TR	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,4	0,9	-0,4	0,2	1,0	0,2	0,1	0,5
III TR	0,3	-0,6	0,4	0,5	0,4	0,6	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,5
<i>tasas de variación interanual</i>												
2013	-0,1	2,4	-0,7	-3,6	-0,9	1,9	0,4	1,4	0,3	0,2	-0,9	-1,2
2014	1,2	1,2	2,3	-1,1	1,3	3,3	-1,4	0,6	2,3	0,5	0,2	1,2
2015	1,9	-0,7	4,1	-0,2	2,1	2,8	-0,4	0,8	3,0	1,0	0,0	3,3
2015 IV TR	1,8	0,7	3,8	1,0	1,7	2,0	-0,6	0,9	3,0	0,9	0,4	3,6
2016 I TR	1,5	-0,4	1,6	1,2	2,0	2,5	0,3	0,8	2,7	1,0	1,4	3,3
II TR	1,6	0,5	1,2	1,4	2,1	2,7	-0,1	1,0	3,2	1,2	1,8	2,4
III TR	1,6	0,0	0,9	2,4	2,2	2,4	0,8	0,8	2,8	1,3	1,7	2,6
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2015 IV TR	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2016 I TR	0,5	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
II TR	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III TR	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	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>												
2013	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-
2014	1,2	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2015 IV TR	1,8	0,0	0,7	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 I TR	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
II TR	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-
III TR	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,1	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Actividad económica

3.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividad inmobiliaria	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
<i>tasas de variación interanual</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1
2015 III TR	1,0	1,2	-0,1	-1,0	0,3	-0,3	1,1	1,7	-0,5	0,7	3,2	1,0	1,0
IV TR	1,3	1,5	-0,2	-0,9	0,3	-0,1	1,6	1,8	-0,4	0,5	3,3	1,1	1,6
2016 I TR	1,4	1,7	-0,3	-0,9	0,6	0,0	1,7	2,6	0,0	1,3	3,4	1,1	1,7
II TR	1,4	1,7	0,0	-0,2	0,5	-0,2	2,0	1,9	-0,1	0,4	3,1	1,2	1,7
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1
2015 III TR	1,2	1,5	0,3	0,0	0,4	0,3	0,8	2,9	-0,7	1,5	3,8	1,3	1,4
IV TR	1,2	1,5	0,3	0,4	0,1	0,6	1,3	2,2	-0,1	-0,4	3,2	1,1	1,6
2016 I TR	1,6	2,0	0,3	1,0	1,0	0,5	1,9	3,3	0,5	0,4	4,0	1,1	1,1
II TR	1,7	1,8	1,1	0,6	1,2	0,1	2,2	2,5	0,8	0,3	3,6	1,1	1,9
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0
2015 III TR	0,2	0,2	0,4	1,0	0,1	0,5	-0,3	1,2	-0,3	0,9	0,6	0,3	0,4
IV TR	0,0	-0,1	0,5	1,3	-0,2	0,7	-0,3	0,5	0,3	-0,9	0,0	0,0	0,0
2016 I TR	0,2	0,3	0,7	1,9	0,4	0,5	0,2	0,7	0,4	-0,9	0,6	0,0	-0,6
II TR	0,3	0,2	1,1	0,8	0,6	0,3	0,2	0,6	0,8	-0,1	0,6	-0,1	0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Actividad económica

3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones ¹⁾	Sub-empleo, % de población activa ¹⁾	Desempleo											Tasa de vacantes ²⁾
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2013			100,0		81,3		18,7		53,6		46,4			
2013	159,359	4,6	19,226	12,0	5,9	15,627	10,7	3,599	24,4	10,304	11,9	8,921	12,1	1,4
2014	160,334	4,6	18,636	11,6	6,1	15,215	10,4	3,421	23,7	9,932	11,5	8,704	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,441	10,9	5,6	14,292	9,8	3,150	22,3	9,254	10,7	8,188	11,0	1,5
2015 IV TR	161,147	4,5	16,916	10,5	5,4	13,842	9,4	3,074	21,9	8,946	10,3	7,970	10,7	1,6
2016 I TR	161,013	4,5	16,640	10,3	5,2	13,628	9,2	3,012	21,5	8,732	10,1	7,909	10,6	1,7
II TR	161,849	4,5	16,372	10,1	5,1	13,391	9,1	2,981	21,1	8,506	9,8	7,866	10,5	1,7
III TR	.	.	16,172	10,0	.	13,214	8,9	2,958	20,9	8,378	9,6	7,794	10,4	1,6
2016 May	-	-	16,352	10,1	-	13,369	9,0	2,983	21,1	8,487	9,8	7,866	10,5	-
Jun	-	-	16,336	10,1	-	13,362	9,0	2,974	21,0	8,483	9,7	7,853	10,5	-
Jul	-	-	16,229	10,0	-	13,263	9,0	2,966	21,0	8,410	9,6	7,819	10,4	-
Ago	-	-	16,200	10,0	-	13,232	8,9	2,968	20,9	8,380	9,6	7,820	10,4	-
Sep	-	-	16,086	9,9	-	13,147	8,9	2,939	20,7	8,344	9,6	7,742	10,3	-
Oct	-	-	15,908	9,8	-	12,969	8,8	2,939	20,7	8,286	9,5	7,621	10,1	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Sin desestacionalizar.

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

3.5 Indicadores económicos a corto plazo

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

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

3 Actividad económica

3.6 Encuestas de opinión (datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)				
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de producción
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-13	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 IV TR	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,1	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 I TR	104,0	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	1,9	10,8	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
II TR	104,3	-3,4	81,5	-7,8	-18,4	1,8	11,3	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
III TR	104,3	-2,9	82,0	-8,2	-15,9	0,3	10,4	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
2016 Jun	104,4	-2,8	-	-7,2	-18,2	0,8	10,9	-	52,8	53,9	52,8	53,1
Jul	104,5	-2,6	81,6	-7,9	-16,3	1,7	11,2	89,0	52,0	53,9	52,9	53,2
Ago	103,5	-4,3	-	-8,5	-15,8	-1,1	9,9	-	51,7	53,3	52,8	52,9
Sep	104,9	-1,8	-	-8,2	-15,6	0,4	10,0	-	52,6	53,8	52,2	52,6
Oct	106,4	-0,6	82,3	-8,0	-14,2	0,4	12,1	89,4	53,5	54,6	52,8	53,3
Nov	106,5	-1,1	-	-6,1	-12,7	1,5	12,1	-	53,7	54,1	53,8	53,9

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta) ¹⁾	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada)			Tasas de variación interanual				Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	12,5	95,5	-0,5	1,2	-4,9	0,6	-1,8	32,3	4,1	129,6	2,0	-0,1	0,8
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	0,6	2,8	1,2	32,9	4,8	131,1	2,5	6,5	1,4
2015	12,3	94,1	1,9	2,0	2,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,5	3,9	2,7	2,2
2015 III TR	12,4	94,3	1,7	2,0	2,0	2,6	2,0	34,3	6,0	134,0	3,4	0,1	2,0
IV TR	12,3	94,1	1,8	2,0	5,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,5	3,9	4,8	2,2
2016 I TR	12,4	93,6	2,3	1,9	3,1	2,2	3,5	33,7	6,1	132,9	3,8	4,5	2,1
II TR	12,5	93,6	2,4	2,3	6,1	3,3	3,9	33,8	6,7	133,4	4,0	5,0	2,2

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

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

3 Actividad económica

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital ¹⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015 IV TR	899,5	823,5	76,0	524,9	433,6	194,8	182,0	153,6	149,3	26,2	58,6	18,4	9,4
2016 I TR	879,1	793,3	85,8	515,5	426,1	194,3	177,3	144,2	135,3	25,1	54,6	9,8	11,1
II TR	882,1	788,1	94,0	518,2	420,3	190,1	177,8	148,6	136,6	25,2	53,4	7,0	6,6
III TR	879,9	798,2	81,7	518,1	428,5	190,6	175,9	145,5	129,7	25,8	64,0	6,2	5,0
2016 Abi	293,6	260,3	33,3	172,3	139,9	63,3	58,9	49,6	43,8	8,4	17,7	2,5	2,0
May	294,7	262,9	31,7	172,1	140,0	63,9	59,6	50,3	45,3	8,4	18,0	1,8	2,2
Jun	293,8	264,8	29,0	173,7	140,4	63,0	59,2	48,7	47,5	8,4	17,7	2,8	2,4
Jul	292,7	265,5	27,2	172,2	143,8	63,5	58,3	48,4	43,2	8,6	20,2	2,3	1,8
Ago	296,4	267,3	29,1	175,1	144,4	63,4	58,7	49,5	43,1	8,5	21,1	1,7	1,5
Sep	290,8	265,4	25,3	170,7	140,4	63,7	59,0	47,6	43,4	8,7	22,7	2,2	1,7
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2016 Sep	3.540,6	3.203,1	337,5	2.076,7	1.708,6	769,8	712,9	591,9	550,9	102,2	230,7	41,5	32,2
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2016 Sep	33,2	30,1	3,2	19,5	16,0	7,2	6,7	5,6	5,2	1,0	2,2	0,4	0,3

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2015 IV TR	3,4	2,5	508,1	236,4	105,8	153,5	425,6	444,6	247,5	73,5	114,9	325,3	44,3
2016 I TR	-0,9	-2,7	502,8	233,4	104,2	151,2	422,3	438,4	241,2	71,7	116,7	326,3	37,4
II TR	-0,1	-4,1	502,2	231,0	105,5	153,3	432,9	429,6	235,9	70,9	114,7	324,3	42,3
III TR	-0,3	-2,6	505,5	.	.	.	426,0	436,4	.	.	.	323,4	.
2016 Abr	-0,7	-5,4	168,8	77,7	35,9	51,0	146,3	143,7	78,2	24,1	38,5	109,3	13,3
May	2,1	-2,0	165,8	76,0	34,8	50,7	140,9	141,9	78,5	22,8	38,2	106,1	14,4
Jun	-1,5	-4,7	167,6	77,3	34,8	51,6	145,8	144,1	79,3	24,1	38,0	108,9	14,6
Jul	-9,3	-8,3	166,3	77,4	33,4	50,4	134,9	145,5	80,1	23,2	38,6	104,2	14,9
Ago	8,3	3,7	170,0	78,6	34,6	51,8	146,9	146,6	80,6	23,9	38,9	111,6	14,2
Sep	2,0	-2,4	169,1	.	.	.	144,2	144,3	.	.	.	107,5	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2015 IV TR	0,8	5,2	118,1	115,0	119,4	122,5	117,2	107,6	107,6	107,8	108,2	110,4	101,3
2016 I TR	-0,8	2,3	118,5	116,0	117,5	121,8	117,1	109,9	110,9	105,8	109,9	111,2	110,8
II TR	2,1	4,0	118,0	114,1	119,0	123,7	120,1	107,1	106,4	104,5	110,0	111,9	101,1
III TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Mar	-0,5	-0,6	119,3	115,5	121,6	121,6	117,7	109,0	109,8	107,3	110,5	109,8	107,2
Abr	1,7	3,0	119,6	115,7	121,9	124,2	122,0	108,1	107,0	107,0	110,0	112,9	105,0
May	5,0	7,1	117,1	113,2	117,7	122,8	117,5	106,5	106,4	101,2	110,4	110,2	101,8
Jun	-0,1	2,0	117,3	113,3	117,5	124,2	120,8	106,8	105,9	105,2	109,7	112,8	96,6
Jul	-8,4	-4,0	116,7	113,6	112,8	121,7	111,7	107,7	106,8	103,2	110,0	107,4	102,2
Ago	9,0	7,0	118,8	115,3	115,4	124,5	121,2	108,3	107,3	105,7	110,9	114,5	98,7

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

4 Precios y costes

4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total excluidos alimentos y energía											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2016	100,0	100,0	70,7	55,8	44,2	100,0	12,1	7,4	26,5	9,7	44,2	86,5	13,5
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2015 IV TR	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,1	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,7
2016 I TR	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3
II TR	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,7	0,0	2,0	0,3	-0,1	0,1
III TR	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3
2016 Jun	100,7	0,1	0,9	-0,7	1,1	0,2	0,1	-0,2	0,0	1,7	0,1	0,1	0,2
Jul	100,1	0,2	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,0	0,9	0,0	-1,0	0,2	0,1	0,3
Ago	100,2	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,0	0,1	0,8	0,0	-1,0	0,0	0,2	0,2
Sep	100,6	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,8	0,0	1,0	0,1	0,4	0,4
Oct	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2
Nov ³⁾	100,8	0,6	0,8	.	1,1	0,0	0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,1	.	.

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

4 Precios y costes

4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales excluida la construcción										Construcción	Precios de los inmuebles residenciales ¹⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ¹⁾
	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Industria excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,2	-1,6	0,2	-1,8	-1,0
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5
2015 IV TR	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-1,9	0,6	-0,2	-0,3	0,3	-9,4	-0,2	2,2	5,9
2016 I TR	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8	5,8
II TR	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,0	3,5
III TR	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,9	.	.	.
2016 May	100,9	-3,8	-2,9	-1,1	-2,8	0,5	-0,5	-0,8	0,2	-10,8	-	-	-
Jun	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,5	0,5	-0,4	-0,5	0,0	-8,7	-	-	-
Jul	102,0	-2,6	-2,0	-0,9	-2,2	0,5	-0,2	-0,3	0,1	-7,5	-	-	-
Ago	101,8	-1,9	-1,3	-0,6	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	-	-	-
Sep	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,5	0,1	0,1	0,1	-4,5	-	-	-
Oct	102,7	-0,4	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,5	-	-	-

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

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

4.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB							Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones ¹⁾		Importaciones ¹⁾	Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2013	103,7	1,2	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,5	-1,3	81,9	-9,9	-13,6	-6,1	-9,0	-11,2	-6,3
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,7	1,1	0,3	0,1	0,4	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,6
2015 IV TR	106,3	1,3	0,4	0,3	0,5	0,8	-0,2	-2,3	39,5	-7,4	-1,8	-13,4	-8,2	-4,8	-12,9
2016 I TR	106,4	1,1	0,4	0,3	0,9	0,8	-1,5	-3,3	31,2	-12,3	-8,4	-16,5	-12,9	-11,1	-15,6
II TR	106,6	1,0	0,3	0,1	0,8	0,8	-2,4	-4,1	40,8	-8,9	-5,7	-12,4	-12,4	-12,6	-12,2
III TR	106,6	0,8	0,6	0,3	0,9	0,9	-1,6	-2,4	41,0	-0,6	-2,0	1,0	-6,0	-10,5	0,9
2016 Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	-5,9	-2,0	-10,3	-10,1	-10,4	-9,6
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	40,7	-3,1	-4,8	-1,2	-8,0	-12,3	-1,4
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	0,3	-1,7	2,7	-5,1	-10,3	2,6
Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	1,1	0,7	1,5	-4,6	-8,9	1,6
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,0	-0,4	6,9	-3,1	-10,4	8,0
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,1	-0,2	18,2	2,1	-8,3	18,1

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

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

2) Ponderados por las importaciones: ponderados en función de la media de la estructura de las importaciones en el período 2009-2011; ponderados por el uso: ponderados en función de la media de la estructura de la demanda interna en el período 2009-2011.

4 Precios y costes

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos en porcentaje)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-13	4,8	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2013	-0,4	1,6	-1,4	-17,3	29,7	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2015 IV TR	-2,1	1,9	3,8	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2016 I TR	-4,8	0,7	3,7	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0
II TR	-1,0	1,9	4,7	-8,2	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
III TR	-0,2	1,0	4,5	-6,7	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
2016 Jun	0,6	2,0	3,8	-7,7	-1,3	49,6	54,8	49,3	49,0
Jul	0,2	0,7	4,8	-5,2	-0,5	51,0	54,7	49,9	49,8
Ago	-0,8	1,3	4,3	-7,4	-0,8	51,0	53,2	48,9	49,5
Sep	0,0	0,9	4,5	-7,6	0,5	52,4	54,0	49,9	50,0
Oct	3,5	2,6	4,5	-5,1	0,1	53,9	54,3	50,8	49,7
Nov	4,8	2,9	5,3	-6,0	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3

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

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,4	1,5	1,2	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,8
2015	104,3	1,6	2,0	0,5	1,6	1,6	1,5
2015 IV TR	110,5	1,6	1,9	0,9	1,5	1,8	1,5
2016 I TR	99,0	1,6	1,7	1,5	1,6	1,6	1,4
II TR	109,2	1,0	0,9	1,4	0,9	1,1	1,5
III TR	.	.	.	.	.	.	1,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

4 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dad inmo- biliaria	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios												
2013	103,8	1,2	-1,6	2,0	1,4	1,0	-0,8	-0,2	-2,7	1,4	1,6	2,1
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,5	-0,5	2,2	1,7	1,4	1,6	1,3
2015	104,8	0,3	1,5	-2,2	1,1	0,5	0,8	0,3	2,6	1,7	1,1	2,2
2015 III TR	105,0	0,3	2,7	-2,2	1,0	0,6	1,5	0,8	2,6	2,2	1,1	2,3
IV TR	105,3	0,5	0,5	-2,0	-0,3	1,5	1,7	0,5	2,5	1,7	1,3	2,1
2016 I TR	105,4	1,0	1,8	0,4	0,1	0,9	1,3	1,6	3,8	2,2	1,2	1,8
II TR	105,7	0,9	1,9	0,5	-0,2	1,1	0,3	1,7	2,4	1,2	1,3	0,7
Remuneración por asalariado												
2013	105,1	1,5	2,6	2,7	1,3	1,0	0,8	1,6	0,1	1,3	1,5	0,8
2014	106,5	1,3	0,1	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,8	1,7	0,9	1,4	2,4	0,4	2,6	1,6	1,1	1,1
2015 III TR	108,1	1,2	1,6	1,6	0,9	1,4	2,6	0,3	2,6	1,8	0,9	1,1
IV TR	108,5	1,2	2,1	1,4	0,8	1,7	1,9	0,3	3,0	1,5	1,2	0,9
2016 I TR	108,8	1,3	2,3	1,5	1,3	1,3	1,2	1,8	3,3	1,5	1,2	1,5
II TR	109,0	1,2	2,5	1,1	1,5	1,2	1,1	1,6	3,1	1,3	1,3	0,8
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2013	101,3	0,3	4,3	0,6	-0,1	0,0	1,5	1,8	2,8	-0,1	-0,1	-1,3
2014	101,9	0,6	1,2	2,7	0,6	0,6	2,7	-0,6	-0,2	0,2	-0,5	-0,3
2015	102,9	1,0	0,3	4,0	-0,3	0,9	1,6	0,1	0,0	0,0	0,0	-1,1
2015 III TR	102,9	0,9	-1,0	3,9	0,0	0,7	1,1	-0,5	0,1	-0,3	-0,1	-1,2
IV TR	103,1	0,7	1,6	3,5	1,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	-0,3	-0,1	-1,2
2016 I TR	103,2	0,3	0,5	1,0	1,2	0,3	-0,1	0,3	-0,4	-0,7	0,0	-0,3
II TR	103,2	0,2	0,6	0,6	1,7	0,1	0,8	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,1
Remuneración por hora trabajada												
2013	107,2	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9	0,8	2,1	1,5	2,4	1,9	2,3
2014	108,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,2	2,1	1,6	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,2	1,3	0,3	1,5	1,3	0,5	2,2	1,2	1,0	1,2
2015 III TR	109,6	1,0	1,0	1,4	0,3	1,6	1,4	0,6	1,9	1,3	0,7	0,7
IV TR	110,2	1,3	1,1	1,5	0,5	2,0	1,3	0,1	3,3	1,2	1,3	1,0
2016 I TR	110,3	1,0	0,3	1,0	0,9	1,1	0,6	1,3	3,7	0,7	1,2	2,1
II TR	110,5	1,0	2,1	0,6	1,4	1,0	0,5	1,0	3,1	0,8	1,5	0,6
Productividad del trabajo por hora												
2013	103,4	1,1	4,0	0,8	1,4	0,9	1,8	2,4	4,2	1,0	0,4	0,1
2014	104,1	0,7	1,8	2,3	0,3	0,9	2,7	-0,5	0,0	0,1	-0,6	0,0
2015	105,0	0,9	-0,9	3,6	-0,8	1,2	0,7	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-1,0
2015 III TR	104,8	0,7	-2,0	3,8	-0,6	1,1	-0,1	-0,2	-0,8	-0,9	-0,4	-1,6
IV TR	105,0	0,8	0,2	3,7	0,5	0,4	-0,3	-0,5	1,4	-0,2	-0,1	-1,2
2016 I TR	105,1	0,1	-1,3	0,7	0,7	0,2	-0,8	-0,2	0,5	-1,3	0,0	0,2
II TR	104,9	0,0	-0,2	0,0	1,3	-0,1	0,2	-0,9	0,7	-0,5	0,1	-0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Dinero y crédito

5.1 Agregados monetarios¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	8	9	10	11		
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales						Participaciones en fondos del mercado monetario		Valores representativos de deuda hasta 2 años
1	2	3	4	5	6	8	9	10	11			
Saldos vivos												
2013	909,8	4.473,4	5.383,3	1.681,2	2.143,2	3.824,4	9.207,7	122,4	416,8	86,8	626,0	9.833,7
2014	969,5	4.977,5	5.946,9	1.581,0	2.149,8	3.730,8	9.677,8	125,4	422,2	106,3	653,9	10.331,7
2015	1.036,5	5.576,9	6.613,4	1.438,5	2.161,9	3.600,4	10.213,8	78,3	478,8	73,3	630,4	10.844,2
2015 IV TR	1.036,5	5.576,9	6.613,4	1.438,5	2.161,9	3.600,4	10.213,8	78,3	478,8	73,3	630,4	10.844,2
2016 I TR	1.049,6	5.711,7	6.761,3	1.420,2	2.164,8	3.585,1	10.346,4	88,7	465,6	94,6	648,9	10.995,2
II TR	1.054,6	5.818,6	6.873,2	1.410,2	2.172,0	3.582,2	10.455,4	84,2	481,7	94,7	660,6	11.116,0
III TR	1.066,6	5.938,9	7.005,5	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.573,3	80,5	495,1	93,5	669,1	11.242,4
2016 May	1.051,1	5.789,3	6.840,3	1.403,5	2.170,8	3.574,3	10.414,6	87,5	475,5	87,2	650,2	11.064,8
Jun	1.054,6	5.818,6	6.873,2	1.410,2	2.172,0	3.582,2	10.455,4	84,2	481,7	94,7	660,6	11.116,0
Jul	1.058,2	5.876,2	6.934,4	1.404,8	2.172,9	3.577,7	10.512,1	82,4	485,2	97,4	665,0	11.177,1
Ago	1.061,5	5.919,6	6.981,1	1.393,0	2.174,0	3.567,0	10.548,1	82,3	479,8	98,6	660,8	11.208,9
Sep	1.066,6	5.938,9	7.005,5	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.573,3	80,5	495,1	93,5	669,1	11.242,4
Oct ^(a)	1.072,4	5.972,3	7.044,7	1.343,9	2.175,0	3.518,9	10.563,6	74,5	504,3	90,0	668,7	11.232,3
Operaciones												
2013	45,7	245,1	290,7	-115,7	45,8	-69,9	220,8	-11,1	-48,8	-63,5	-123,5	97,3
2014	59,0	378,5	437,5	-91,8	3,8	-88,1	349,4	1,6	10,4	12,4	24,4	373,8
2015	65,9	567,2	633,1	-135,4	12,2	-123,1	510,0	-48,2	51,1	-25,9	-23,0	487,0
2015 IV TR	8,1	135,5	143,6	-5,3	-0,9	-6,2	137,3	-19,0	21,3	-4,8	-2,5	134,9
2016 I TR	13,3	145,2	158,5	-14,1	3,2	-10,9	147,6	10,9	-13,4	19,2	16,7	164,3
II TR	5,0	102,0	107,0	-12,7	7,2	-5,5	101,5	-1,6	15,5	-1,1	12,8	114,3
III TR	12,0	121,6	133,6	-15,7	2,2	-13,5	120,2	-3,7	13,8	-2,5	7,6	127,8
2016 May	2,7	34,2	36,9	-9,5	6,0	-3,5	33,3	-0,2	3,5	-5,6	-2,4	31,0
Jun	3,5	30,1	33,6	6,0	1,3	7,3	41,0	-3,4	6,1	5,5	8,3	49,2
Jul	3,6	57,2	60,8	-4,4	1,0	-3,4	57,3	-1,8	4,0	2,3	4,5	61,8
Ago	3,3	44,0	47,3	-11,8	1,0	-10,8	36,5	-0,1	-5,5	1,0	-4,5	32,0
Sep	5,0	20,5	25,5	0,6	0,2	0,8	26,3	-1,8	15,3	-5,7	7,7	34,0
Oct ^(a)	5,9	25,8	31,7	-25,0	0,7	-24,2	7,5	-6,1	9,1	-5,0	-1,9	5,6
Tasas de crecimiento												
2013	5,3	5,8	5,7	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-8,9	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,5	8,4	8,1	-5,5	0,2	-2,3	3,8	1,3	2,5	18,1	3,9	3,8
2015	6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-38,1	11,9	-25,1	-3,5	4,7
2015 IV TR	6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-38,1	11,9	-25,1	-3,5	4,7
2016 I TR	6,0	11,1	10,2	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-27,8	6,6	-1,2	-1,1	5,2
II TR	4,0	9,6	8,7	-4,1	0,6	-1,3	5,1	-2,0	9,1	-3,1	5,5	5,1
III TR	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-13,9	8,1	13,6	5,5	5,1
2016 May	4,3	10,0	9,1	-5,4	0,6	-1,8	5,1	-15,2	7,4	-2,0	2,2	4,9
Jun	4,0	9,6	8,7	-4,1	0,6	-1,3	5,1	-2,0	9,1	-3,1	5,5	5,1
Jul	3,7	9,6	8,6	-3,9	0,5	-1,2	5,1	-17,0	6,8	16,5	4,3	5,0
Ago	3,6	9,7	8,7	-4,1	0,5	-1,3	5,1	-14,9	4,7	18,5	3,4	5,0
Sep	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-13,9	8,1	13,6	5,5	5,1
Oct ^(a)	4,0	8,7	7,9	-4,7	0,6	-1,5	4,6	-28,3	6,9	12,5	1,7	4,4

Fuente: BCE.

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

5 Dinero y crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2013	1.713,6	1.188,9	398,1	109,8	16,8	5.414,7	2.539,0	876,5	1.994,6	4,6	796,9	194,6	300,5
2014	1.845,1	1.349,0	365,1	111,6	19,4	5.557,8	2.749,6	812,1	1.993,2	2,8	875,8	222,2	332,9
2015	1.929,8	1.483,9	321,0	116,4	8,4	5.751,0	3.059,8	695,1	1.993,7	2,4	984,3	225,7	364,7
2015 IV TR	1.929,8	1.483,9	321,0	116,4	8,4	5.751,0	3.059,8	695,1	1.993,7	2,4	984,3	225,7	364,7
2016 I TR	1.984,6	1.536,4	322,7	116,0	9,4	5.830,1	3.137,4	693,6	1.996,4	2,7	975,9	218,9	375,9
II TR	2.013,4	1.573,9	314,0	117,1	8,4	5.906,5	3.214,6	688,8	2.000,1	3,0	974,7	210,7	379,8
III TR	2.047,5	1.602,5	317,9	118,1	9,1	5.979,6	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	967,5	206,2	386,3
2016 May	2.007,9	1.564,7	318,6	116,6	8,0	5.877,0	3.184,7	690,6	1.998,3	3,5	972,0	214,7	379,5
Jun	2.013,4	1.573,9	314,0	117,1	8,4	5.906,5	3.214,6	688,8	2.000,1	3,0	974,7	210,7	379,8
Jul	2.029,4	1.590,7	313,9	116,5	8,4	5.933,3	3.245,7	684,0	2.000,7	2,9	973,2	214,6	385,7
Ago	2.031,7	1.595,9	310,1	117,0	8,7	5.961,2	3.277,6	677,6	2.003,3	2,8	976,5	213,4	386,0
Sep	2.047,5	1.602,5	317,9	118,1	9,1	5.979,6	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	967,5	206,2	386,3
Oct ^(a)	2.036,7	1.604,4	307,1	118,1	7,0	5.984,7	3.334,1	643,3	2.004,6	2,8	944,9	206,4	393,0
Operaciones													
2013	100,5	91,5	-6,3	9,0	6,3	107,8	181,1	-99,2	32,0	-6,1	-22,0	-13,9	-8,4
2014	69,0	91,1	-26,4	1,5	2,8	140,7	208,9	-65,0	-1,4	-1,7	54,0	7,3	21,0
2015	81,0	121,6	-34,2	4,9	-11,2	193,5	303,1	-109,9	0,8	-0,4	91,1	-0,1	30,3
2015 IV TR	18,3	21,7	-2,5	0,7	-1,6	59,8	74,1	-12,0	-1,6	-0,7	18,9	6,6	6,7
2016 I TR	61,1	57,6	2,8	-0,4	1,1	81,2	78,8	-0,6	2,8	0,3	-2,7	-6,5	12,1
II TR	27,1	36,2	-9,0	1,0	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-2,8	-8,5	3,7
III TR	35,2	29,8	4,1	0,6	0,7	73,5	87,5	-16,6	3,1	-0,5	-6,3	-4,2	6,3
2016 May	2,4	6,0	-3,5	0,5	-0,5	24,6	23,7	-1,8	2,7	-0,1	2,2	-0,9	2,2
Jun	6,3	9,6	-4,4	0,7	0,4	29,5	29,8	-1,8	1,9	-0,5	2,0	-4,0	0,4
Jul	16,6	17,2	0,0	-0,6	0,0	26,9	31,1	-4,7	0,7	-0,1	-1,5	4,0	5,9
Ago	2,3	5,4	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	3,7	-1,2	0,2
Sep	16,2	7,2	7,9	0,7	0,4	18,4	24,4	-5,5	-0,2	-0,2	-8,4	-7,0	0,2
Oct ^(a)	-10,1	0,5	-8,3	-0,1	-2,1	22,6	27,7	-6,6	1,4	0,2	-24,5	0,2	7,3
Tasas de crecimiento													
2013	6,2	8,3	-1,6	8,9	58,6	2,0	7,7	-10,2	1,6	-57,3	-2,7	-6,7	-2,7
2014	4,0	7,6	-6,6	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,6	3,9	7,0
2015	4,4	8,9	-9,6	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
2015 IV TR	4,4	8,9	-9,6	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
2016 I TR	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	5,6	-3,3	10,2
II TR	7,9	11,0	-3,1	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	3,8	-8,5	10,3
III TR	7,4	9,9	-1,4	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,7	-5,7	8,0
2016 May	7,9	11,0	-2,6	3,4	-32,7	4,5	10,5	-6,9	0,1	-6,3	2,7	-7,4	9,3
Jun	7,9	11,0	-3,1	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	3,8	-8,5	10,3
Jul	7,2	10,2	-3,2	2,5	-29,8	4,9	10,4	-4,9	0,3	-10,6	2,0	-7,4	11,2
Ago	7,2	10,1	-4,3	2,1	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,0	-6,2	9,2
Sep	7,4	9,9	-1,4	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,7	-5,7	8,0
Oct ^(a)	5,5	7,9	-2,9	0,8	-29,6	5,2	10,7	-5,4	0,6	-20,0	-1,8	-9,4	8,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2013	3.410,3	1.098,8	2.311,5	12.708,2	10.544,5	10.973,3	4.353,0	5.222,9	869,8	98,8	1.367,2	796,5
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.506,9	10.456,6	10.728,8	4.299,5	5.200,8	827,3	129,0	1.280,0	770,3
2015	3.904,3	1.112,4	2.789,5	12.601,3	10.514,1	10.809,1	4.274,7	5.307,7	808,0	123,7	1.304,9	782,4
2015 IV TR	3.904,3	1.112,4	2.789,5	12.601,3	10.514,1	10.809,1	4.274,7	5.307,7	808,0	123,7	1.304,9	782,4
2016 I TR	4.053,5	1.115,9	2.924,5	12.634,2	10.565,5	10.828,3	4.288,7	5.339,3	828,7	108,8	1.312,5	756,2
II TR	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.663,0	10.565,2	10.869,1	4.296,4	5.348,6	816,3	103,9	1.342,5	755,4
III TR	4.272,1	1.105,2	3.153,6	12.768,4	10.622,4	10.926,6	4.288,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,5	780,4
2016 May	4.144,3	1.125,9	3.005,3	12.674,5	10.585,0	10.850,6	4.306,8	5.347,6	819,8	110,7	1.330,4	759,1
Jun	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.663,0	10.565,2	10.869,1	4.296,4	5.348,6	816,3	103,9	1.342,5	755,4
Jul	4.247,0	1.109,1	3.124,5	12.710,9	10.592,1	10.892,5	4.299,5	5.356,0	826,2	110,4	1.359,6	759,1
Ago	4.255,8	1.107,7	3.134,8	12.743,6	10.601,0	10.907,2	4.294,7	5.366,4	829,4	110,5	1.364,8	777,7
Sep	4.272,1	1.105,2	3.153,6	12.768,4	10.622,4	10.926,6	4.288,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,5	780,4
Oct ^(a)	4.290,9	1.099,6	3.178,0	12.810,1	10.655,4	10.955,5	4.301,7	5.388,5	850,6	114,6	1.376,4	778,3
Operaciones												
2013	-24,5	-73,5	48,9	-306,8	-248,0	-271,8	-132,8	-3,6	-121,3	9,7	-72,5	13,8
2014	73,8	16,4	57,4	-104,7	-49,8	-36,1	-61,4	-14,9	14,7	11,7	-89,8	35,0
2015	285,0	-21,0	305,7	85,4	56,9	72,3	-14,7	98,2	-21,0	-5,6	25,0	3,5
2015 IV TR	81,2	-13,9	95,0	13,0	26,1	35,4	1,1	24,0	-0,5	1,5	-16,8	3,7
2016 I TR	120,0	1,5	118,6	71,8	81,4	53,3	35,3	36,5	24,3	-14,7	11,3	-21,0
II TR	116,3	-8,9	125,2	54,0	21,7	64,4	19,0	14,6	-7,0	-5,0	30,8	1,5
III TR	69,2	-7,3	76,2	113,3	69,7	71,6	6,1	33,4	25,1	5,2	21,6	22,0
2016 May	38,7	1,4	37,4	27,1	13,1	17,7	10,6	1,6	2,7	-1,9	9,2	4,8
Jun	34,1	-14,0	48,0	6,7	-6,7	35,9	-1,4	5,2	-3,7	-6,9	14,8	-1,4
Jul	47,9	-3,3	51,0	53,3	36,0	31,5	11,2	7,8	10,6	6,4	15,3	2,1
Ago	9,1	-1,4	10,5	35,9	13,1	17,9	-4,2	11,4	5,8	0,1	5,1	17,7
Sep	12,2	-2,6	14,7	24,0	20,6	22,2	-0,9	14,2	8,7	-1,4	1,2	2,2
Oct ^(a)	38,2	-5,5	43,7	44,5	33,2	29,4	15,5	7,6	4,6	5,5	11,1	0,2
Tasas de crecimiento												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,4	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,0	1,8
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,6	11,9	-6,6	4,4
2015	7,9	-1,8	12,3	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,3	1,9	0,4
2015 IV TR	7,9	-1,8	12,3	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,3	1,9	0,4
2016 I TR	10,2	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-0,6	-19,2	3,2	-2,3
II TR	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-3,0
III TR	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,2	-10,7	3,5	0,8
2016 May	11,1	-1,9	16,9	1,4	1,2	1,2	1,2	2,1	-0,6	-21,1	5,1	-2,3
Jun	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-3,0
Jul	12,2	-2,7	18,7	1,4	1,4	1,8	1,3	2,0	0,6	-16,1	4,6	-3,6
Ago	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,4	1,8	1,1	2,0	1,2	-14,1	4,1	-0,5
Sep	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,2	-10,7	3,5	0,8
Oct ^(a)	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,7	-7,8	5,7	0,1

Fuente: BCE.

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

2) Ajustados de titulaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM) así como de posiciones resultantes de los servicios de *cash pooling* notacional prestados por las IFM.

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

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

5 Dinero y crédito

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

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Préstamos ajustados ⁴⁾					Préstamos ajustados ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2013	4.353,0	4.450,6	1.065,6	741,0	2.546,4	5.222,9	5.547,7	573,8	3.853,3	795,8
2014	4.299,5	4.253,9	1.109,8	720,7	2.469,1	5.200,8	5.546,1	563,5	3.860,9	776,4
2015	4.274,7	4.257,6	1.038,5	758,5	2.477,6	5.307,7	5.640,6	595,9	3.947,9	764,0
2015 IV TR	4.274,7	4.257,6	1.038,5	758,5	2.477,6	5.307,7	5.640,6	595,9	3.947,9	764,0
2016 I TR	4.288,7	4.261,3	1.048,4	768,4	2.471,9	5.339,3	5.659,2	602,7	3.974,5	762,0
II TR	4.296,4	4.278,0	1.039,7	774,9	2.481,8	5.348,6	5.683,4	604,4	3.986,0	758,2
III TR	4.288,6	4.278,9	1.008,0	787,2	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,3	752,6
2016 May	4.306,8	4.277,8	1.049,1	771,4	2.486,3	5.347,6	5.675,5	602,2	3.986,3	759,1
Jun	4.296,4	4.278,0	1.039,7	774,9	2.481,8	5.348,6	5.683,4	604,4	3.986,0	758,2
Jul	4.299,5	4.277,6	1.028,7	780,3	2.490,5	5.356,0	5.692,3	605,1	3.994,3	756,6
Ago	4.294,7	4.279,1	1.021,5	782,4	2.490,8	5.366,4	5.700,1	608,3	4.003,4	754,7
Sep	4.288,6	4.278,9	1.008,0	787,2	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,3	752,6
Oct ^(p)	4.301,7	4.287,2	1.021,8	787,2	2.492,7	5.388,5	5.712,6	612,2	4.018,7	757,6
Operaciones										
2013	-132,8	-145,3	-44,3	-44,6	-43,9	-3,6	-16,9	-18,2	27,7	-13,2
2014	-61,4	-68,7	-14,3	2,3	-49,4	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-14,7	19,2	-65,0	32,2	18,1	98,2	76,3	21,8	80,0	-3,6
2015 IV TR	1,1	18,9	-23,1	12,9	11,3	24,0	20,0	5,2	21,0	-2,1
2016 I TR	35,3	27,1	18,7	12,9	3,7	36,5	24,5	8,2	28,7	-0,4
II TR	19,0	28,4	-4,5	8,8	14,8	14,6	29,4	1,8	13,4	-0,6
III TR	6,1	10,0	-23,6	14,8	14,8	33,4	27,4	4,8	32,7	-4,1
2016 May	10,6	10,0	2,2	0,0	8,3	1,6	9,7	-2,1	3,8	-0,1
Jun	-1,4	11,5	-5,4	5,1	-1,0	5,2	12,8	2,7	1,4	1,1
Jul	11,2	6,9	-6,0	6,9	10,3	7,8	9,2	0,6	8,4	-1,2
Ago	-4,2	1,1	-6,2	2,2	-0,2	11,4	8,2	3,4	9,5	-1,4
Sep	-0,9	2,0	-11,4	5,8	4,7	14,2	10,0	0,9	14,8	-1,5
Oct ^(p)	15,5	10,9	13,4	0,3	1,8	7,6	9,9	3,8	5,4	-1,6
Tasas de crecimiento										
2013	-2,9	-3,1	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 IV TR	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 I TR	0,8	1,2	-2,2	5,1	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
II TR	1,3	1,9	-2,2	5,2	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
III TR	1,4	2,0	-3,1	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
2016 May	1,2	1,7	-2,0	4,8	1,5	2,1	1,7	4,5	2,3	-0,7
Jun	1,3	1,9	-2,2	5,2	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
Jul	1,3	2,0	-2,9	6,2	1,7	2,0	1,8	3,3	2,2	-0,5
Ago	1,1	2,0	-4,1	6,4	1,9	2,0	1,8	3,5	2,3	-0,7
Sep	1,4	2,0	-3,1	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Oct ^(p)	1,7	2,1	-1,2	5,5	1,7	1,9	1,8	3,5	2,3	-1,1

Fuente: BCE.

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

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

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

4) Ajustados de titulizaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM) así como de posiciones resultantes de los servicios de *cash pooling* nacional prestados por las IFM.

5 Dinero y crédito

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

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

	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Activos exteriores netos	Otros		
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas		Total	Cesiones temporales a través de entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central ³⁾
Saldos vivos										
2013	264,6	7.312,7	2.374,8	91,6	2.507,4	2.338,9	1.146,3	146,2	183,8	121,9
2014	269,4	7.123,5	2.186,6	92,2	2.383,7	2.461,0	1.381,8	220,3	184,5	139,7
2015	285,0	6.996,5	2.119,5	79,8	2.253,2	2.544,0	1.331,5	288,6	205,9	135,6
2015 IV TR	285,0	6.996,5	2.119,5	79,8	2.253,2	2.544,0	1.331,5	288,6	205,9	135,6
2016 I TR	314,6	6.961,8	2.113,3	76,9	2.178,4	2.593,1	1.282,2	301,7	247,1	152,1
II TR	319,2	7.004,1	2.094,0	74,6	2.172,9	2.662,6	1.275,8	308,6	238,0	144,0
III TR	309,7	6.958,0	2.068,5	72,4	2.122,2	2.694,8	1.170,6	298,9	209,2	129,1
2016 May	297,2	6.976,8	2.109,8	75,2	2.182,5	2.609,3	1.238,4	281,6	226,9	138,6
Jun	319,2	7.004,1	2.094,0	74,6	2.172,9	2.662,6	1.275,8	308,6	238,0	144,0
Jul	326,3	6.981,9	2.084,5	73,9	2.148,2	2.675,2	1.222,1	305,3	212,9	128,2
Ago	318,7	6.963,9	2.078,0	73,2	2.138,2	2.674,5	1.182,3	309,7	215,4	134,6
Sep	309,7	6.958,0	2.068,5	72,4	2.122,2	2.694,8	1.170,6	298,9	209,2	129,1
Oct ⁶⁾	323,7	6.966,0	2.087,7	72,4	2.121,1	2.684,9	1.113,1	307,9	192,8	133,7
Operaciones										
2013	-43,7	-81,6	-18,4	-14,3	-137,5	88,6	362,3	-59,0	32,2	43,7
2014	-4,0	-159,7	-120,6	2,0	-148,7	107,6	241,9	-1,0	0,7	17,8
2015	9,5	-218,7	-106,4	-13,5	-205,6	106,7	-99,5	6,9	21,4	-4,0
2015 IV TR	-9,9	-56,6	-41,3	-3,6	-41,8	30,0	-37,5	11,8	-9,6	-7,2
2016 I TR	29,4	-57,3	-3,5	-2,8	-46,3	-4,7	-75,0	19,6	41,3	17,3
II TR	4,2	-15,2	-22,1	-1,8	-18,1	26,8	-71,2	4,3	-9,2	-8,1
III TR	-9,6	-53,1	-25,8	-2,1	-40,7	15,6	-101,6	-15,8	-19,2	-13,7
2016 May	-17,4	-1,8	-4,2	-0,3	-2,3	5,1	-27,6	-26,4	-10,2	-1,5
Jun	22,0	-17,4	-17,4	-0,6	-9,5	10,2	-19,9	32,9	11,1	5,4
Jul	7,1	-25,2	-9,5	-0,7	-18,8	3,8	-56,4	-1,1	-25,1	-15,8
Ago	-7,7	-7,1	-6,6	-0,7	-7,1	7,3	-32,5	4,7	2,5	6,4
Sep	-9,0	-20,8	-9,7	-0,7	-14,8	4,4	-12,7	-19,3	3,4	-4,3
Oct ⁶⁾	13,1	2,1	-0,7	-0,8	-8,1	11,7	-61,2	-0,8	-13,2	4,7
Tasas de crecimiento										
2013	-14,2	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-5,9	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,7	-3,0	-4,8	-14,5	-8,4	4,3	-	-	11,6	-2,9
2015 IV TR	3,7	-3,0	-4,8	-14,5	-8,4	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016 I TR	11,1	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,7	-5,9
II TR	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
III TR	4,9	-2,6	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	-	-	1,5	-8,2
2016 May	6,4	-2,5	-2,6	-13,6	-6,9	2,2	-	-	0,5	-2,9
Jun	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
Jul	28,8	-2,6	-3,7	-13,0	-7,0	2,7	-	-	1,8	-10,6
Ago	15,0	-2,5	-3,9	-12,3	-6,7	2,8	-	-	1,4	1,1
Sep	4,9	-2,6	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	-	-	1,5	-8,2
Oct ⁶⁾	-7,5	-2,1	-3,4	-12,0	-6,1	2,8	-	-	4,4	-6,3

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

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

	Déficit (-)/Superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/Superávit (+) primario
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,6	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 III TR	-2,1	.	.	.	.	0,3
IV TR	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 I TR	-1,9	.	.	.	.	0,4
II TR	-1,8	.	.	.	.	0,5

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

6.2 Recursos y Empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,3	3,0	22,6	4,5
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2015 III TR	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,6	44,9	10,2	5,2	2,5	23,0	3,8
IV TR	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2016 I TR	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,9	3,8
II TR	46,3	45,8	12,5	13,1	15,3	0,5	48,1	44,2	10,0	5,2	2,3	22,9	3,8

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor		Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda		
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,5	3,0	17,6	68,9	45,6	26,3	43,9	11,3	78,1	19,6	31,4	38,4	87,3	2,2
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	46,2	26,3	45,1	10,4	80,9	19,5	32,0	39,8	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,2	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	18,9	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,4	2,8	16,2	71,4	45,6	27,5	44,8	9,3	81,1	17,7	31,4	41,3	88,3	2,1
2015 III TR	91,5	2,7	16,3	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	90,4	2,8	16,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 I TR	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	91,2	2,7	16,0	72,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

	Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ²⁾	Déficit (+)/superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda								Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: necesidad de financiación
			Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros		
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6
2014	0,7	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,8	2,5
2015	-1,6	-0,3	-0,9	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2015 III TR	-0,9	-0,3	-0,5	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	1,6
IV TR	-1,7	-0,3	-0,9	-0,6	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	1,2
2016 I TR	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	1,4
II TR	-0,9	-0,5	0,2	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,6	2,0

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

1) Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado, excepto en los datos trimestrales sobre el ajuste entre déficit y deuda.

2) Calculada como la diferencia entre las ratios de deuda pública en relación con el PIB al final del período de referencia y un año antes.

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

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

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

6.6 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de un año y saldos vivos a fin de período)

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-) /superávit (+) de las AAPP										
2012	-4,2	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8	
2013	-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2015 III TR	-2,9	0,8	0,6	-1,7	-4,4	-5,3	-3,9	-2,6	-0,9	
IV TR	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2016 I TR	-2,7	0,8	0,7	-1,5	-6,1	-5,1	-3,3	-2,5	-0,2	
II TR	-2,9	0,8	0,8	-1,5	-5,0	-5,3	-3,1	-2,3	-1,2	
Deuda pública										
2012	104,1	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3	
2013	105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2	
2014	106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1	
2015	105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5	
2015 III TR	109,0	72,0	10,1	85,6	171,8	99,7	97,0	134,0	110,2	
IV TR	106,0	71,2	10,1	78,6	177,1	99,3	96,2	132,3	108,9	
2016 I TR	109,2	70,9	9,9	80,5	176,1	100,6	97,5	135,0	109,3	
II TR	109,7	70,1	9,7	77,8	179,2	100,5	98,2	135,5	109,0	
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-) /superávit (+) de las AAPP										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2015 III TR	-2,2	0,0	1,6	-1,7	-2,1	-2,5	-3,2	-4,4	-2,6	-2,9
IV TR	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2016 I TR	-0,9	-0,1	1,7	-0,2	-1,6	-0,8	-3,7	-2,5	-2,6	-2,3
II TR	-0,6	0,4	1,6	0,3	-0,8	-1,1	-3,4	-1,6	-2,4	-2,3
Deuda pública										
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2	53,9
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5	63,6
2015 III TR	36,4	38,2	22,1	66,1	66,2	86,4	130,4	84,3	53,9	61,4
IV TR	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,9	63,6
2016 I TR	36,3	40,0	22,4	65,4	64,8	86,5	128,9	83,5	52,2	64,2
II TR	38,9	40,1	22,0	64,8	63,7	86,7	131,7	82,3	53,3	61,6

Fuente: Eurostat.

© **Banco Central Europeo, 2016**

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Sitio web: www.ecb.europa.eu

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

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.

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 7 de diciembre de 2016.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)

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