

## Boletín Económico

Número 4 / 2017



# Índice

<b>Evolución económica y monetaria</b>	<b>2</b>
<b>Resumen</b>	<b>2</b>
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	11
3 Actividad económica	17
4 Precios y costes	24
5 Dinero y crédito	29
6 Evolución de las finanzas públicas	37
<b>Recuadros</b>	<b>40</b>
1 Análisis de la evolución reciente de los riesgos globales	40
2 El programa de compras de bonos corporativos del BCE: implementación e impacto	44
3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 25 de enero y el 2 de mayo de 2017	52
4 Evolución reciente de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro	58
5 Endeudamiento y desapalancamiento del sector privado en los países de la zona del euro	63
6 ¿Qué sectores han vendido los valores públicos adquiridos por el Eurosistema?	69
7 Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2017	74
8 El pacto fiscal: la evaluación de la Comisión y el camino que se ha de seguir	78
<b>Artículo</b>	<b>81</b>
1 Determinantes internos y globales de la inflación en la zona del euro	81
<b>Estadísticas</b>	<b>G1</b>

# Evolución económica y monetaria

## Resumen

**En su reunión de política monetaria del 8 de junio de 2017, el Consejo de Gobierno concluyó que continúa siendo necesario un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten y respalden la inflación general a medio plazo.** La información disponible desde la anterior reunión de política monetaria celebrada a finales de abril confirma un fortalecimiento de la economía de la zona del euro, que se proyecta que crezca a un ritmo algo más rápido de lo esperado anteriormente. El Consejo de Gobierno considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento están ahora, en general, equilibrados. En este contexto, es cada vez menos probable que se materialicen los escenarios muy adversos para las perspectivas de estabilidad de precios, en particular porque los riesgos de deflación han desaparecido en gran medida. Por tanto, el Consejo de Gobierno decidió eliminar de su política de *forward guidance* la referencia a tipos de interés más bajos. Al mismo tiempo, la expansión económica todavía no se ha traducido en una dinámica de inflación más fuerte. Por el momento, los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo débiles y aún no han mostrado una clara tendencia al alza. Por consiguiente, sigue siendo adecuado el grado de acomodación monetaria muy sustancial.

## Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 8 de junio de 2017

**Las medidas de política monetaria del BCE han seguido manteniendo las condiciones de financiación muy favorables que son necesarias para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.** Esto es evidente en la persistencia de unos tipos de interés bancarios muy bajos. Asimismo, la transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas desde junio de 2014 sigue respaldando notablemente las condiciones de financiación de las empresas y los hogares, el acceso a la financiación, principalmente de las pequeñas y medianas empresas, y, en consecuencia, los flujos de crédito en el conjunto de la zona del euro. El agregado monetario amplio sigue creciendo a un ritmo sólido, mientras que continúa la recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014.

**La expansión económica en curso en la zona del euro está adquiriendo cada vez más fuerza y se ha generalizado en todos los sectores y países.** El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2017, tras el 0,5 % registrado en el último trimestre de 2016. Los indicadores de coyuntura, como las encuestas, siguen apuntando a un ritmo sólido de crecimiento a corto plazo. La transmisión de las medidas de política monetaria del BCE ha favorecido también el proceso de desapalancamiento y debería continuar

respaldando la demanda interna. En particular, la recuperación de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y de las mejoras de la rentabilidad empresarial. Las mejoras del empleo, que también se están beneficiando de anteriores reformas de los mercados de trabajo, respaldan la renta real disponible y el consumo privado.

**La actividad de la zona del euro sigue estando respaldada por una recuperación mundial sostenida.** El crecimiento del comercio internacional ha aumentado de forma significativa en los últimos meses, y se ha beneficiado de la recuperación de las economías emergentes, entre otros factores. No obstante, las perspectivas de crecimiento de la zona siguen estando lastradas por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales, en particular en los mercados de productos, y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances, a pesar de las continuas mejoras.

**Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017, cerradas a finales de mayo, que dependen de la aplicación plena de todas las medidas de política monetaria del BCE, prevén que el PIB real se incremente un 1,9 % en 2017, un 1,8 % en 2018 y un 1,7 % en 2019.** Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza para el horizonte temporal contemplado. Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están básicamente equilibrados. Por una parte, la actual y favorable dinámica cíclica aumenta las posibilidades de que se produzca un repunte económico mayor de lo esperado. Por otra, persisten los riesgos a la baja relacionados con factores predominantemente globales.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,4 % en mayo**, frente al 1,9 % de abril y el 1,5 % de marzo. Como cabía esperar, la volatilidad observada recientemente en las tasas de inflación se debió, principalmente, a los precios de la energía y a aumentos temporales en los precios de los servicios durante el período de Semana Santa. Tras la reciente caída de los precios del petróleo, la inflación a escala mundial se ha estabilizado. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que, en los próximos meses, la inflación general de la zona del euro fluctúe en torno a los niveles observados recientemente.

**Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en niveles bajos y aún no han mostrado señales claras de un repunte, dado que los recursos no utilizados siguen afectando a la formación de precios y salarios internos.** Se espera que la inflación subyacente aumente solo de forma gradual a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, de la continuación de la expansión económica y de la correspondiente absorción gradual de la capacidad productiva sin utilizar.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,3 % en 2018 y el 1,6 % en 2019.** Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo

de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC general se han revisado a la baja, lo que refleja, primordialmente, la caída de los precios del petróleo.

**Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro continúe reduciéndose durante el horizonte de proyección (2017-2019)**, debido principalmente a la mejora de las condiciones cíclicas y a la disminución de los pagos por intereses. A tenor de las proyecciones, la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será básicamente neutral en el período 2017-2019. Aunque la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro todavía es elevada, seguirá disminuyendo. No obstante, los países con altos niveles de deuda pública se beneficiarían de la realización de esfuerzos de consolidación adicionales para situar esta ratio en una firme senda descendente.

## Decisiones de política monetaria

**Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno confirmó la necesidad de mantener un grado muy considerable de acomodación monetaria con el fin de asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %.** El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y espera que continúen en los niveles actuales durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que las compras netas de activos en el marco del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) continuarán al 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. Las compras netas se llevarán a cabo paralelamente a la reinversión de los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del APP a medida que vayan venciendo. Además, el Consejo de Gobierno confirmó que, si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, está preparado para ampliar el volumen y la duración del APP.

# 1

## Entorno exterior

*Pese a una caída transitoria del crecimiento del PIB mundial en el primer trimestre de 2017, el avance de la actividad global continuó siendo sostenido en los primeros meses del año. La dinámica del comercio internacional mejoró considerablemente, impulsada principalmente por un aumento del comercio en las economías emergentes. La inflación mundial se ha estabilizado en los últimos meses, debido a que ha disminuido el efecto de anteriores subidas del precio de las materias primas. Sin embargo, los precios del petróleo han registrado un descenso en las últimas semanas, lo que debería moderar las tasas de inflación mundial a corto plazo.*

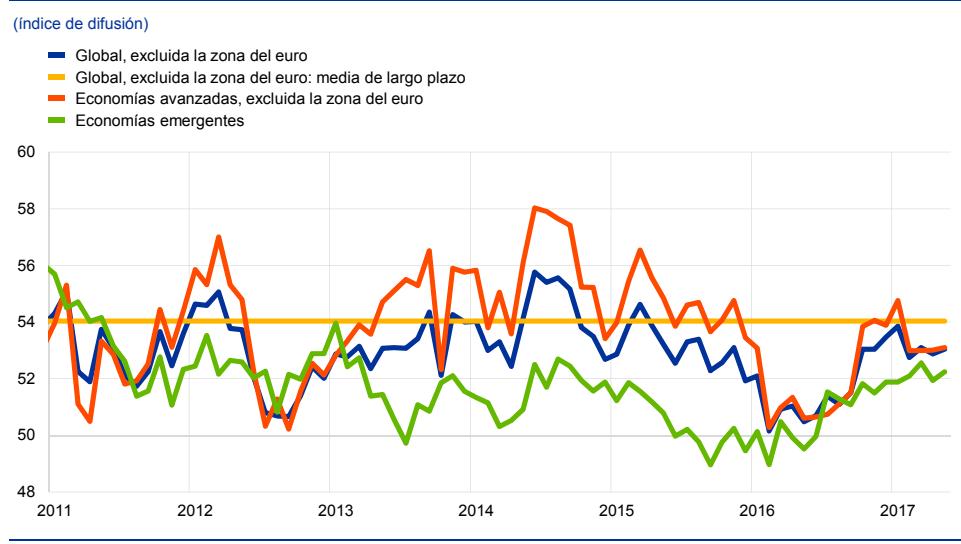
### Actividad económica y comercio mundiales

**Pese a una caída transitoria del crecimiento del PIB mundial en el primer trimestre de 2017, el avance de la actividad global continuó siendo sostenido a principios de año.** En Estados Unidos, el crecimiento del PIB cayó hasta el 0,3 %, en tasa intertrimestral, principalmente como resultado del menor gasto en consumo y de una importante reducción de la inversión en existencias. En el Reino Unido, el crecimiento del PIB también disminuyó, ya que el aumento de la inflación resultante de la depreciación de la libra esterlina redujo las rentas reales y el gasto de los hogares. En China, la caída del crecimiento del PIB, hasta el 1,3 % en tasa intertrimestral, no fue plenamente acorde con los indicadores de corto plazo más favorables. Por otra parte, el crecimiento del PIB se recuperó con fuerza tanto en Rusia como en Brasil al salir ambos países de la recesión, al tiempo que, en la India, el crecimiento de la actividad se recuperó en un contexto de disminución de los efectos de la desmonetización.

**Los indicadores de opinión sugieren que el crecimiento global repuntará a corto plazo.** El índice de directores de compras (PMI) compuesto de producción global, excluida la zona del euro, se mantuvo prácticamente sin cambios en mayo, permaneciendo ligeramente por debajo de la media de largo plazo e indicando la continuación de una expansión moderada de la actividad global (véase gráfico 1). Las encuestas de confianza han sido positivas, observándose que la confianza de los consumidores de los países de la OCDE está aumentando y acercándose a los niveles anteriores a la crisis y que la confianza de las empresas también está mejorando.

## Gráfico 1

### Índice PMI compuesto de producción global



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

Notas: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2017. La «media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y mayo de 2017.

**La evolución de los mercados financieros es acorde con las expectativas de mejora del crecimiento mundial a corto plazo.** Tras haber registrado un ascenso significativo después de las elecciones de Estados Unidos, los mercados mundiales de renta variable y los rendimientos de los bonos a largo plazo experimentaron un descenso en abril y principios de mayo en un entorno en el que los inversores dudaban de la capacidad de la nueva Administración estadounidense para cumplir sus promesas en materia de política económica. No obstante, los mercados mundiales repuntaron con fuerza después de las elecciones presidenciales francesas. En conjunto, los mercados financieros han mostrado su resistencia en términos generales, y la aversión al riesgo es reducida. Las condiciones financieras de las economías emergentes también se están beneficiando de las expectativas de unas perspectivas de crecimiento mundial más optimistas y se han reactivado los flujos de capital hacia dichas economías.

**Las políticas monetarias continúan siendo acomodaticias.** Aunque se espera que otros importantes bancos centrales mantengan una orientación acomodaticia, los mercados siguen anticipando un endurecimiento muy gradual de la política monetaria en Estados Unidos. En China, las condiciones financieras son más restrictivas porque el Banco Central de la República Popular China ha aumentado los tipos de interés interbancarios en un esfuerzo por reducir la concesión de préstamos de mayor riesgo por parte de entidades de crédito pequeñas y de instituciones no bancarias. Sin embargo, los tipos de interés de referencia del crédito bancario aplicados a las sociedades no financieras han permanecido sin cambios, lo que sugiere que, hasta ahora, el impacto sobre la economía en su conjunto ha sido limitado.

**De cara al futuro, tras un repunte a corto plazo, se prevé que la actividad económica mundial se acelere gradualmente.** Las perspectivas de las economías avanzadas conllevan una expansión moderada, basada en un apoyo

sostenido de las políticas monetarias y fiscales, a medida que continúa la recuperación cíclica y se cierran paulatinamente las brechas de producción. En las economías emergentes, las perspectivas se ven apuntaladas por el sólido crecimiento de China e India, al tiempo que se espera un fortalecimiento de la actividad de los países exportadores de materias primas. La recuperación de estas últimas economías constituye el principal determinante del aumento del crecimiento del PIB mundial previsto en los dos próximos años. No obstante, el ritmo de expansión mundial se mantendrá por debajo de las tasas anteriores a la crisis, lo que es coherente con las estimaciones que sugieren que el potencial de crecimiento ha disminuido tanto en las economías más avanzadas como en las emergentes en los últimos años.

**En Estados Unidos, se espera que la actividad se fortalezca.** Después de un primer trimestre de debilidad, se prevé un fuerte repunte en los meses restantes de 2017, ya que la confianza de consumidores y empresarios sigue siendo elevada y la mejora de las condiciones de los mercados de trabajo se está plasmando de forma paulatina en un mayor crecimiento de los salarios. También es de esperar que la fuerte recuperación de la inversión en el sector energético sostenga la economía.

**En el Reino Unido, se prevé que el crecimiento del PIB real se mantenga relativamente contenido a corto plazo.** Aunque es probable que la depreciación de la libra esterlina favorezca las exportaciones, se espera que el aumento de la inflación afecte a las rentas de los hogares y al consumo privado. También se vaticina que la elevada incertidumbre en torno a los futuros acuerdos comerciales del Reino Unido influya en la inversión.

**En Japón, se espera que las políticas acomodaticias sigan contribuyendo a la expansión.** La política monetaria acomodaticia, las condiciones financieras más holgadas y el programa de estímulos fiscales deberían favorecer la demanda interna, al tiempo que se prevé que las exportaciones se recuperen gradualmente a medida que mejore la demanda exterior. No obstante, pese a la intensa creación de empleo, los incrementos salariales han seguido siendo moderados, frenando el consumo privado.

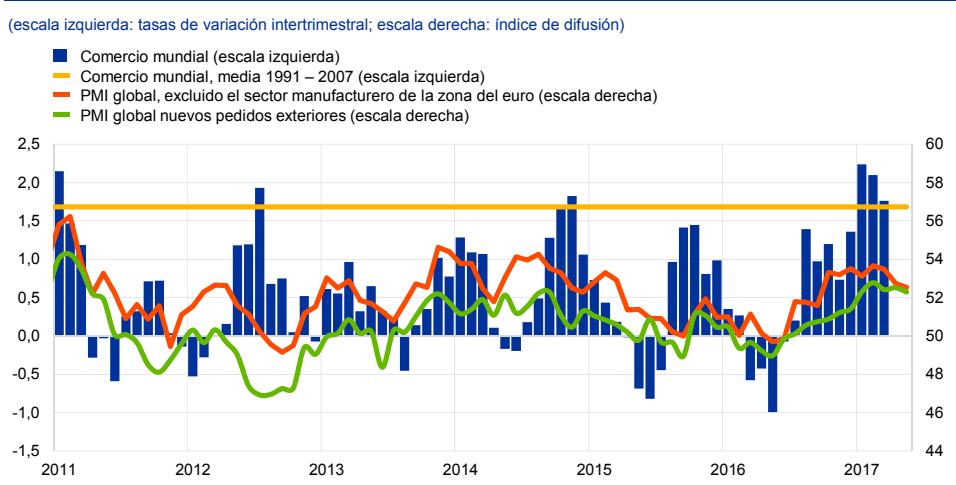
**En China, se prevé que la actividad continué creciendo a un ritmo sólido,** favorecida por la fortaleza del consumo y el auge del mercado de la vivienda. No obstante, la mayor atención prestada a la contención de los riesgos para la estabilidad financiera ha provocado un endurecimiento de las condiciones financieras desde finales de 2016. A medio plazo, se augura que el crecimiento mantenga una tendencia gradual a la baja, compatible con el deseo de las autoridades de reequilibrar la economía.

**Se espera que los países de Europa Central y Oriental se beneficien del vigor del consumo y de la inversión, está última favorecida por los fondos estructurales de la UE.** Aunque se prevé que la inflación aumente gradualmente, como consecuencia de la desaparición de los efectos de las caídas de los precios de la energía, se espera que la renta real disponible también se fortalezca a medida que mejoren las condiciones del mercado de trabajo y se incrementen las presiones salariales.

**Se prevé que los grandes países exportadores de materias primas continúen recuperándose tras las profundas recesiones que han experimentado.** En Rusia, se espera que el repunte del precio del petróleo desde el pasado año, sumado a una política monetaria más acomodaticia, sostenga el crecimiento, si bien la demanda interna continúa siendo débil en un entorno de elevada incertidumbre, bajos salarios reales y un descenso de la confianza. Se cuenta con que la estabilización de la confianza empresarial, la mejora de la relación real de intercambio y la relajación de las condiciones financieras favorezcan la actividad en Brasil. Al mismo tiempo, la recurrente incertidumbre política y las necesidades de consolidación fiscal siguen afectando a las perspectivas a medio plazo.

**La dinámica del comercio mundial mejoró considerablemente a finales del año pasado y principios de 2017.** Las importaciones de bienes en términos reales aumentaron un 1,8 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2017 (véase gráfico 2). La recuperación del comercio mundial durante el segundo semestre de 2016 y principios de 2017 se ha visto impulsada principalmente por la mejora de las economías emergentes, y el comercio de los países emergentes de Asia se ha beneficiado de las inversiones chinas tras la aplicación de un estímulo monetario. Los indicadores adelantados apuntan al mantenimiento de unas sólidas perspectivas para el comercio a corto plazo, y el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores se situó en 52,3 en mayo. A más largo plazo, aunque las perspectivas están sujetas a un cierto grado de incertidumbre relacionado con la retórica de la nueva Administración estadounidense sobre las políticas comerciales, se prevé que el comercio mundial avance prácticamente en línea con la actividad global.

**Gráfico 2**  
Comercio mundial de bienes



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2017 (PMI) y a marzo de 2017 (comercio).

**En general se augura un aumento gradual del crecimiento mundial en el período 2017-2019.** Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del

Eurosistema de junio de 2017, el crecimiento del PIB real mundial, excluida la zona del euro, se acelerará desde el 3,2 % de 2016 hasta el 3,5 % en 2017 y el 3,8 % en 2018-2019. Se prevé que la demanda exterior de la zona del euro se incremente desde el 1,3 % de 2016 hasta el 3,7 % en 2017, el 3,4 % en 2018 y el 3,5 % en 2019. En comparación con las proyecciones de marzo de 2017, el crecimiento del PIB mundial apenas se ha revisado, mientras que el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro se ha revisado al alza para 2017, reflejando datos más sólidos sobre importaciones en torno al cambio de año.

**La incertidumbre en torno a las proyecciones de referencia relativas a la actividad económica mundial continúa siendo elevada, y los riesgos siguen apuntando a la baja.** En cuanto a los riesgos al alza, cabe la posibilidad de que la mejora de la confianza —como muestran las encuestas y los mercados financieros— se traduzca en una recuperación de la actividad y del comercio en el corto plazo más rápida de lo esperado. Entre los principales riesgos a la baja se incluyen un mayor proteccionismo comercial, un endurecimiento desordenado de las condiciones financieras a escala global, que podría afectar especialmente a las economías emergentes vulnerables, posibles perturbaciones asociadas al proceso de reformas y de liberalización en China, y la potencial volatilidad derivada de la incertidumbre política y geopolítica, como la relativa a las negociaciones sobre las relaciones futuras entre el Reino Unido y la Unión Europea. En el recuadro 1 se analiza la evolución de los riesgos globales durante el pasado año.

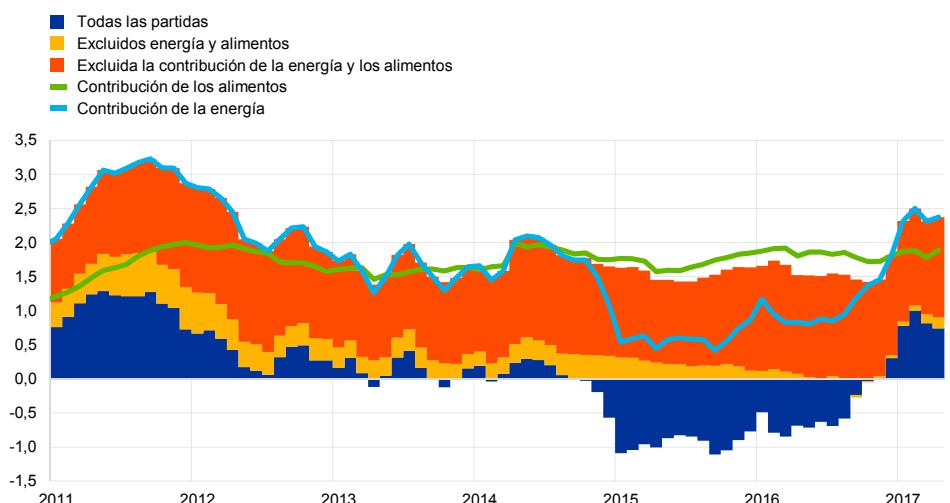
## Evolución mundial de los precios

**La inflación mundial medida por los precios de consumo se ha estabilizado, debido a que ha empezado a desaparecer el efecto de anteriores subidas de precios de las materias primas.** La inflación interanual de los precios de consumo de los países de la OCDE pasó del 2,3 % registrado en marzo al 2,4 % de abril. En los países de la OCDE, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, aumentó ligeramente en abril, hasta situarse en el 1,9 % en abril (véase gráfico 3).

### Gráfico 3

#### 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 abril de 2017.

**Los precios de las materias primas han caído recientemente.** Los precios del Brent han fluctuado entre 48 y 56 dólares estadounidenses por barril desde principios de marzo. Las fluctuaciones de precios reflejan un cambio en las preocupaciones de los participantes en los mercados acerca del probable éxito de la estrategia de los países de la OPEP de recortar la producción, en un entorno en el que las existencias de crudo siguen siendo elevadas y en que la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos aumenta. La prolongación del recorte de la producción durante nueve meses, acordada el 25 de mayo de 2017 por los países de la OPEP y por 11 países no pertenecientes a dicha organización, fue ampliamente anticipada por los mercados y había sido descontada antes de la reunión. La esperanza expresada por algunos países participantes de que podría llegar a un acuerdo sobre un recorte mayor o más prolongado no se materializó, lo que provocó una nueva caída de los precios del petróleo después de la reunión próxima al 6 % en dólares estadounidenses. De cara al futuro, la curva de futuros indica que los precios del petróleo permanecerán prácticamente sin cambios en los tres próximos años. Los precios de las materias primas no energéticas han registrado un descenso cercano al 8 % desde principios de marzo.

**De cara al futuro, tras una ligera moderación en el corto plazo, se espera que la inflación mundial aumente lentamente.** La reciente bajada de los precios del petróleo y de otras materias primas debería moderar las tasas de inflación en el corto plazo. Posteriormente se espera que la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global sostenga la inflación subyacente, mientras que la actual curva de futuros del petróleo anticipa que los precios del crudo se mantendrán muy estables durante el horizonte de proyección, lo que apunta a que la contribución futura de los precios de la energía a la inflación será muy limitada.

## 2

## Evolución financiera

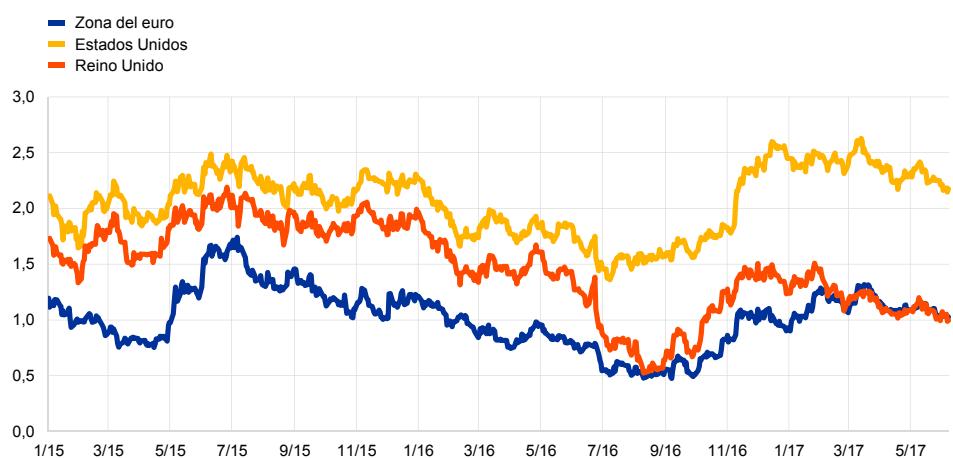
*Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de marzo, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han disminuido ligeramente y han mostrado cierta volatilidad durante el período. Los diferenciales de los valores de renta fija privada han registrado un descenso marginal y se mantienen por debajo de los niveles observados 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 han subido en la zona del euro en mayor medida que en otras áreas económicas principales. El euro se ha apreciado en cifras ponderadas por el comercio.*

**En general, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han disminuido ligeramente desde principios de marzo.** Durante el período de referencia, del 9 de marzo al 7 de junio de 2017, el tipo swap del eonia (OIS, en sus siglas en inglés) a diez años se redujo alrededor de 10 puntos básicos, hasta situarse en el 0,55 %, mientras que el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderada por el PIB cayó en torno a 25 puntos básicos, situándose justo por encima del 1 % (véase gráfico 4). Este descenso puso fin al período de aumento de los rendimientos nominales observado en la zona del euro, aunque con algunas oscilaciones, desde principios de octubre de 2016. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se redujeron más que en la zona del euro, aunque partían de un nivel más elevado, registrando una disminución de unos 45 puntos básicos, hasta situarse en el 2,2 %. El leve descenso de los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro desde principios de marzo se produjo en un contexto de algunos episodios de volatilidad provocados por varios factores. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro aumentaron inicialmente tras la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, pero cayeron hacia finales de marzo, debido, en parte, a la percepción de los mercados de mayor incertidumbre política en el período previo a la primera vuelta de las elecciones presidenciales francesas. Sin embargo, a lo largo del mes de abril, los rendimientos volvieron a crecer como consecuencia de la disminución de la incertidumbre política y de la publicación de datos positivos para la economía de la zona del euro. Durante el resto del período considerado, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro registraron ligeros descensos, como resultado de una cierta moderación de las expectativas de inflación a escala mundial y de más sorpresas económicas negativas fuera de la zona del euro.

#### Gráfico 4

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

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

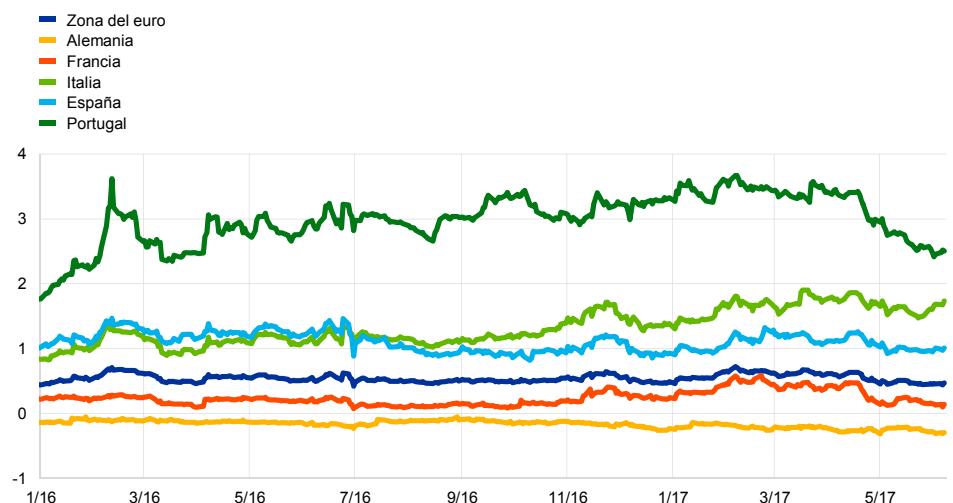
Notas: Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La última observación corresponde al 7 de junio de 2017.

**Los rendimientos de la deuda soberana registraron un acusado descenso en varios países, debido principalmente a la disminución de la incertidumbre política desde finales de abril y a la mejora de las perspectivas económicas.** En los distintos países, las caídas oscilaron entre unos pocos puntos básicos y alrededor de 120 puntos básicos en Grecia y Portugal. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana frente al tipo *swap* del eonia también se redujeron, en general, sobre todo desde la segunda mitad de abril (véase gráfico 5).

#### Gráfico 5

Diferenciales de deuda soberana de la zona del euro frente al tipo *swap* del eonia de la zona

(porcentajes)

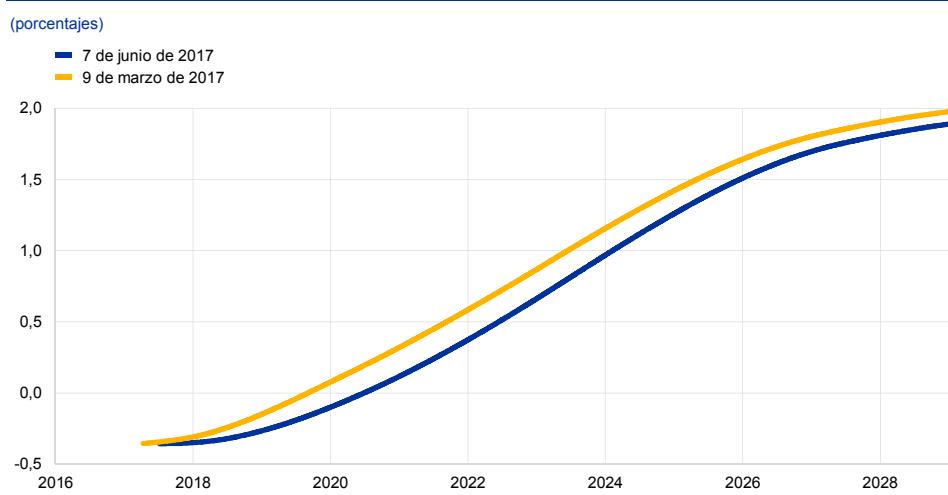


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia del rendimiento de la deuda soberana. Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La última observación corresponde al 7 de junio de 2017.

**La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) ha registrado un movimiento a la baja de algo más de 10 puntos básicos, en promedio, en todos los plazos desde principios de marzo (véase gráfico 6).** La evolución al alza inicial de la curva, más o menos hasta mediados de marzo, revirtió con creces durante el resto del período considerado. En general, la curva de tipos *forward* del eonia se ha desplazado a la baja unos 13 puntos básicos, en promedio, y ha caído alrededor de 20 puntos básicos en los plazos comprendidos entre tres y cinco años. En cambio, los tipos *forward* experimentaron un descenso más bien marginal en los plazos de hasta dos años. La configuración de la curva el 7 de junio sugiere que los participantes en el mercado continúan esperando que los tipos negativos del eonia se mantengan durante un período prolongado hasta mediados de 2020, aproximadamente, y que no habrá reducciones adicionales del tipo de interés de la facilidad de depósito.

**Gráfico 6**  
Tipos *forward* del eonia



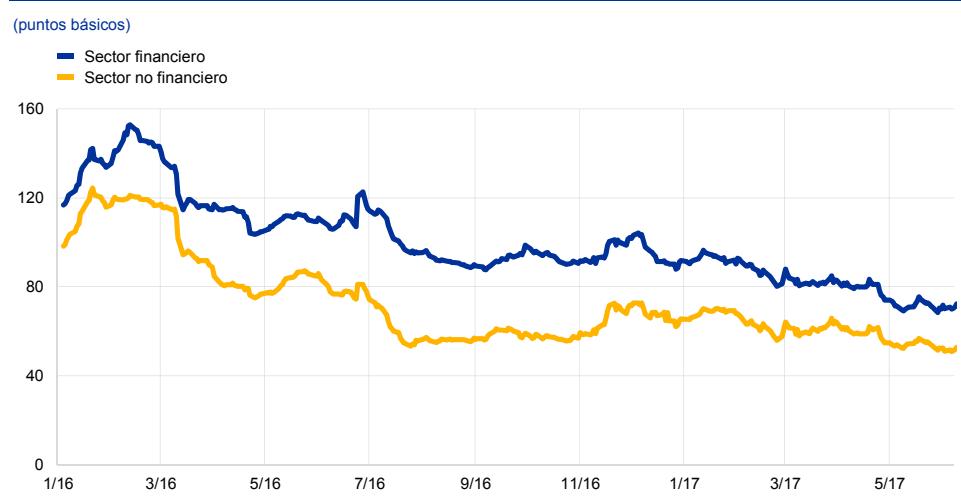
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**El eonia ha fluctuado en torno a –35 puntos básicos en el período analizado.** El 5 de junio registró un mínimo histórico de –37,3 puntos básicos en un contexto de bajos volúmenes de negociación por ser festivo en varios países. El exceso de liquidez aumentó en más de 305 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.670 mm de euros. Este incremento se debió a la última operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico de la segunda serie de estas operaciones (TLTRO-II, en sus siglas en inglés), y a las adquisiciones realizadas en el marco del programa ampliado de compra de activos. La situación de liquidez se analiza con más detalle en el recuadro 3.

**Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras descendieron ligeramente durante el período considerado (véase gráfico 7).** El 7 de junio, los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión (correspondientes a las categorías de calificación AA, A y BBB) de las sociedades no financieras se contrajeron, en promedio, 9 puntos básicos con respecto a principios de marzo y se situaron unos 30 puntos básicos

por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del CSPP. Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero y por las sociedades no financieras con calificación inferior al grado de inversión (cuya adquisición no es admisible en el marco del CSPP) también se redujeron durante el período de referencia, en 5 y en 26 puntos básicos, respectivamente.

**Gráfico 7**  
Diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.  
Nota: La última observación corresponde al 7 de junio de 2017.

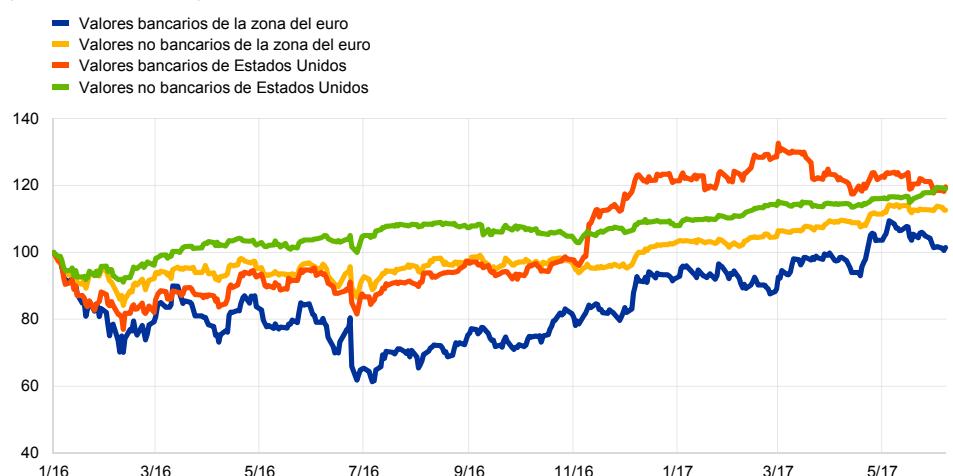
**Los precios de las acciones de la zona del euro han aumentado desde principios de marzo (véase gráfico 8), continuando así la tendencia observada desde mediados de 2016, aproximadamente.** Al final del período considerado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro eran alrededor de un 7,5 % más elevados que al comienzo, mientras que, en el caso de las cotizaciones del sector financiero, la subida fue del 5,5 %. Tras la reciente evolución positiva de los mercados bursátiles de la zona del euro, los precios de las acciones de las entidades de crédito se encuentran actualmente, en general, en torno a un 65 % por encima de los mínimos registrados tras el referéndum del Reino Unido sobre su pertenencia a la UE celebrado en junio de 2016 (véase gráfico 8). Al igual que en el caso de los valores de renta fija, la incertidumbre política también ha afectado a la evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro, que fundamentalmente registraron movimientos laterales antes de conocerse el resultado de la primera vuelta de las elecciones presidenciales francesas, pero posteriormente aumentaron de manera significativa. Desde principios de marzo, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de Estados Unidos, el Reino Unido y Japón también han subido, pero en menor medida que en la zona del euro. Las cotizaciones del sector financiero en esos tres países tuvieron un comportamiento aún peor que el de las sociedades no financieras de la zona del euro. Las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles aumentaron sustancialmente antes de las elecciones presidenciales francesas, hasta situarse en torno al 23 %, pero, posteriormente, volvieron a niveles ligeramente inferiores a los observados a principios de marzo, esto es,

aproximadamente en el 13 %. En Estados Unidos, las expectativas relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles cayeron, en general, hasta situarse por debajo del 9 %.

#### Gráfico 8

#### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2016 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters, índices iBoxx y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al 7 de junio de 2017.

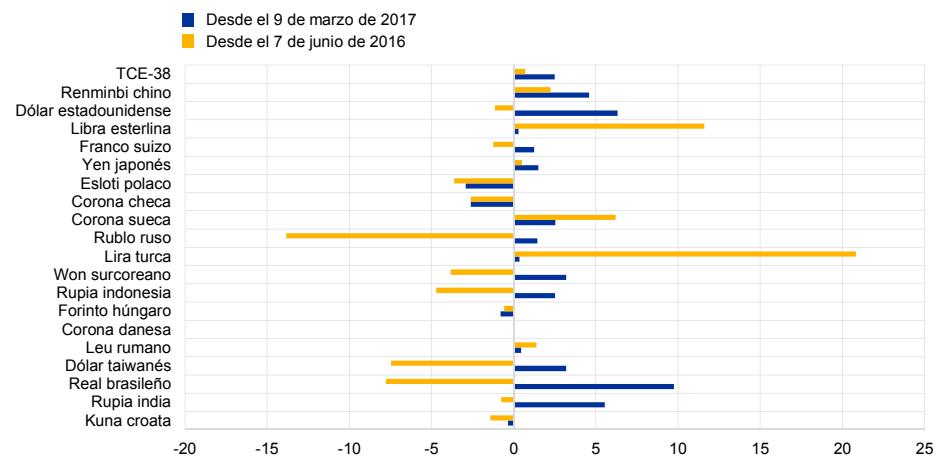
#### **En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado en un 2,5 % en cifras ponderadas por el comercio desde principios de marzo (véase gráfico 9).**

Concretamente, el euro se apreció frente a la mayor parte de las principales monedas restantes, lo que reflejó sorpresas positivas para la economía de la zona del euro. En términos bilaterales, desde el 9 de marzo, el euro se ha fortalecido un 6,3 % frente al dólar estadounidense, un 4,6 % frente al renminbi chino, un 1,5 % frente al yen japonés y un 1,3 % frente al franco suizo. El euro también se apreció frente a las monedas de la mayoría de economías emergentes, así como frente a las monedas de Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, con la excepción de las de algunos países de Europa Central y Oriental, frente a las que se debilitó; entre ellas, la corona checa, el esloti polaco y el forinto húngaro.

### Gráfico 9

#### Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: 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. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 7 de junio de 2017.

### 3

## Actividad económica

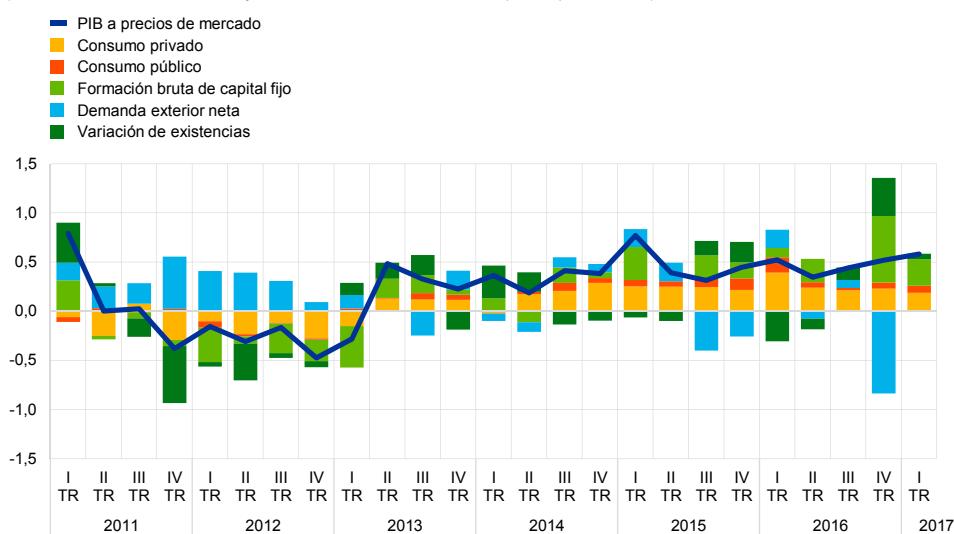
*La actual expansión económica está adquiriendo cada vez más fuerza y se ha generalizado en todos los sectores y países. El crecimiento de la zona del euro se basa fundamentalmente en la demanda interna, aunque también se ha visto estimulado de forma creciente por las favorables condiciones del entorno exterior. Los indicadores de coyuntura, como las encuestas, confirman un sólido ritmo de crecimiento en el corto plazo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2017, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2017 se han revisado al alza y prevén que el PIB real de la zona del euro crezca un 1,9 % en 2017, un 1,8 % en 2018 y un 1,7 % en 2019.*

**La expansión económica de la zona del euro ha cobrado impulso y se basa fundamentalmente en la demanda interna.** El PIB real aumentó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2017, tras el avance del 0,5 % registrado en el trimestre anterior (gráfico 10). La economía de la zona del euro ha crecido durante cuatro años consecutivos y la expansión está adquiriendo cada vez más fuerza al haberse generalizado en todos los sectores y países. La demanda interna continuó siendo el motor del crecimiento en el primer trimestre de 2017 y la variación de existencias tuvo una contribución positiva, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue neutral. En cuanto a la producción, la actividad económica se vio favorecida principalmente por el sólido crecimiento de la construcción y los servicios, y el valor añadido de la industria (excluida la construcción) creció a un ritmo más lento.

**Gráfico 10**

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuente: Eurostat.

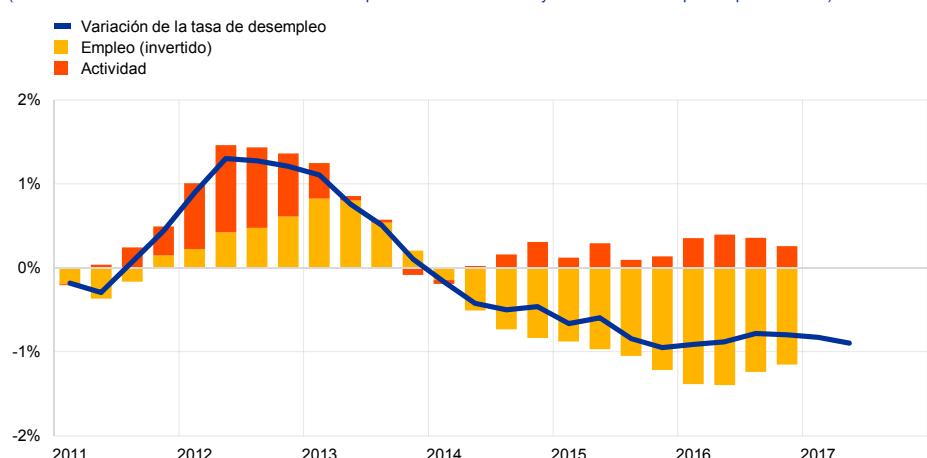
Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2017. Los importantes movimientos observados en la formación bruta de capital fijo y en la demanda exterior neta en el cuarto trimestre de 2016 reflejaron en gran medida la transacción de activos por parte de un número reducido de operadores económicos en Irlanda.

**La recuperación es especialmente evidente en los mercados de trabajo de la zona del euro, aunque aún existe una holgura considerable.** El crecimiento del empleo en la zona del euro continuó en el cuarto trimestre de 2016 y, como resultado, el empleo se situó un 1,2 % por encima del nivel registrado un año antes. Los datos de las encuestas disponibles hasta mayo sugieren nuevas mejoras en los mercados de trabajo. El desempleo de la zona del euro siguió disminuyendo en 2017, tras haber registrado un máximo a principios de 2013. En abril, la tasa de paro se situó en el 9,3 %, el porcentaje más bajo desde marzo de 2009. La tendencia general de reducción de las tasas de desempleo se ha mantenido, pese a los continuos aumentos de la tasa de actividad de la zona (véase gráfico 11), que se ha visto favorecida, en particular, por la creciente participación de los trabajadores de más edad. Además, las medidas más amplias de desempleo sugieren que el grado de holgura en los mercados de trabajo de la zona del euro sigue siendo elevado, a pesar de que la brecha entre la tasa de desempleo y las medidas más amplias se ha estrechado recientemente debido a descensos moderados en el número de trabajadores desanimados y de subempleados<sup>1</sup>.

**Gráfico 11**

Descomposición de la reducción del desempleo en la zona del euro

(tasas de variación interanual de la tasa de desempleo de la zona del euro y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016 en el caso del empleo y de la tasa de actividad, y a abril de 2017 en el caso de la tasa de desempleo.

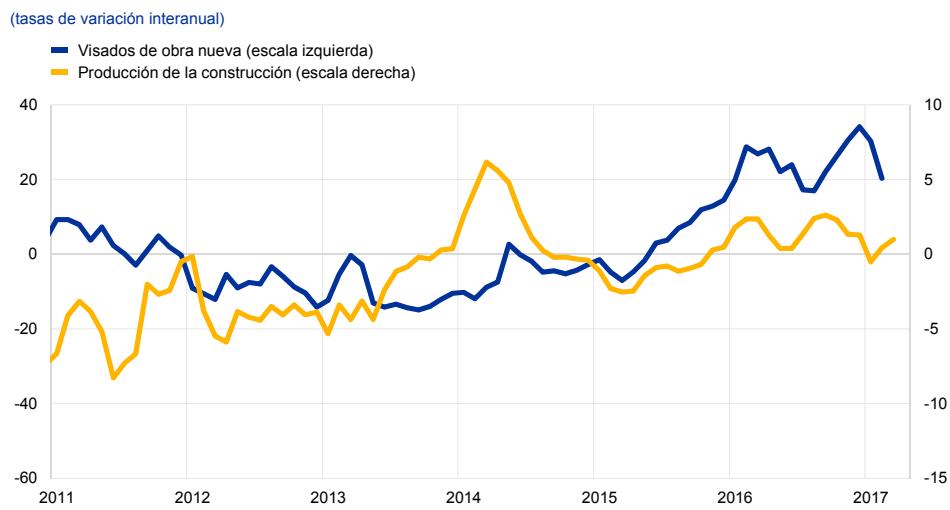
**Las mejoras en los mercados de trabajo de la zona del euro han favorecido la renta real disponible de los hogares y han fomentado el gasto en consumo.** El continuo crecimiento de las rentas del trabajo, el determinante más importante de la renta disponible de los hogares, junto con una tasa de ahorro de los hogares prácticamente estable, ha seguido beneficiando al consumo privado. La mejora de las condiciones de concesión del crédito bancario, reforzada por las medidas de política monetaria del BCE, también ha continuado respaldando el gasto de los hogares. Si bien los bajos tipos de interés afectan tanto a los ingresos por intereses como a los pagos por intereses de los hogares, tienden a redistribuir los recursos de los ahorradores netos a los prestatarios netos. Como estos últimos

<sup>1</sup> Véase el recuadro titulado «Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

suelen tener una propensión marginal al consumo más elevada, esta redistribución debería proporcionar un mayor apoyo al consumo privado en términos agregados. La confianza de los consumidores, que aumentó de nuevo en mayo por tercer mes consecutivo, sigue situándose muy por encima de su media de largo plazo, señalando una fuerte dinámica subyacente del gasto en consumo a corto plazo. Además, el crecimiento del patrimonio neto de los hogares, que refleja la evolución de la riqueza tanto financiera como inmobiliaria, debería sostener también el consumo privado.

**El repunte de los mercados de la vivienda de la zona de euro favorece de forma creciente la dinámica de crecimiento.** La recuperación de los mercados de la vivienda de la zona del euro ha sido más tardía y mucho más débil que la recuperación de la actividad económica total de la zona del euro, aunque ha cobrado impulso recientemente. Esta recuperación, aunque partía de niveles muy reducidos en algunos países, se ha visto respaldada por el fuerte crecimiento de la renta disponible de los hogares, unas condiciones de financiación favorables y una mayor preferencia por la inversión en vivienda en un contexto de bajos rendimientos de los activos remunerados. Además, los procesos de ajuste en los mercados de la vivienda de algunos países de la zona del euro parecen haber concluido y la confianza ha aumentado considerablemente en el sector de la construcción. Un número creciente de visados de obra nueva (véase gráfico 12), una mayor demanda de préstamos para adquisición de vivienda y unas mejores condiciones de concesión del crédito bancario deberían continuar apoyando la actual tendencia al alza de la inversión en construcción, que es común a todos los países de la zona del euro.

**Gráfico 12**  
Visados de obra nueva y producción de la construcción



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Calculadas a partir de medias móviles de tres meses. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2017 en el caso de los visados de obra nueva y marzo de 2017 en el caso de la producción de la construcción.

**La inversión empresarial continúa su recuperación gradual.** La producción industrial en los sectores de bienes de equipo intensivos en inversión creció moderadamente, un 0,3 %, en el primer trimestre de 2017. Mientras tanto, los datos

disponibles para la mayoría de los países de la zona del euro apuntan a un fuerte avance de la inversión, excluida la construcción. Además, la confianza de las empresas del sector se fortaleció aún más como consecuencia de unas expectativas de producción muy favorables, un aumento de la cartera de pedidos y un cambio de sentido en las expectativas de precios de venta, mientras que la utilización de la capacidad productiva se incrementó hasta situarse por encima de los niveles medios anteriores a la crisis. Según la última encuesta semestral de inversión industrial de la Comisión Europea, las perspectivas de inversión de la zona del euro para 2017 han mejorado.

**De cara al futuro, se espera que continúe la recuperación de la inversión empresarial.** Se verá respaldada por varios factores; entre ellos, las condiciones de financiación aún muy favorables; la orientación muy acomodaticia de la política monetaria del BCE; la necesidad de modernizar el stock de capital tras varios años de debilidad de la inversión; unas tasas de utilización de la capacidad productiva superiores a la media, y elevados márgenes de beneficio en el sector no financiero. Además, la fuerte recuperación observada en los precios de las acciones durante los últimos años y el moderado crecimiento de la financiación mediante deuda han reducido la ratio de apalancamiento (deuda sobre activos totales) hasta mínimos históricos (véase el recuadro titulado «Endeudamiento y desapalancamiento del sector privado en los países de la zona del euro» en este número del Boletín Económico, que ofrece una visión general de la evolución del desapalancamiento total del sector privado). Sin embargo, se prevé que algunos factores sigan incidiendo en las perspectivas de la inversión empresarial. Entre ellos, las expectativas de un potencial de crecimiento a largo plazo más débil, en comparación con el pasado, las rigideces existentes en los mercados de productos y los actuales ajustes a cambios en el entorno regulatorio. Por otra parte, la baja rentabilidad de las entidades de crédito y el volumen todavía elevado de préstamos dudosos en los balances de los bancos en varios países siguen afectando a la capacidad de intermediación de las entidades de crédito y, a su vez, a la financiación de las inversiones de las empresas a corto plazo.

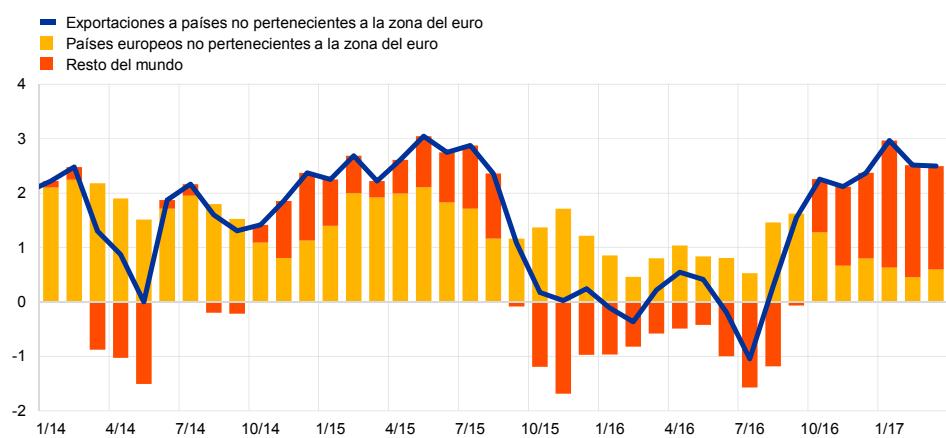
**Una mejora del entorno exterior ha dado lugar a un repunte de la dinámica exportadora de la zona del euro.** Los datos mensuales de comercio hasta marzo de 2017 apuntan a un crecimiento sostenido de las exportaciones de bienes fuera de la zona del euro, tras el muy buen comportamiento exportador del cuarto trimestre de 2016. Esto es una buena señal para las perspectivas generales de crecimiento, ya que el avance de las exportaciones se ha visto impulsado de forma creciente por el incremento de la demanda tanto en Europa como en el resto del mundo. Concretamente, las exportaciones a China, Estados Unidos y Rusia han registrado un fuerte aumento en los tres últimos meses, lo que contrasta considerablemente con la experiencia de los tres últimos años, cuando era el comercio dentro de Europa el que sostenía las exportaciones (véase gráfico 13), y refleja la creciente generalización de la recuperación del comercio a escala mundial. Las encuestas y los nuevos pedidos exteriores relativos al segundo trimestre de 2017 apuntan al mantenimiento de la dinámica exportadora en el corto plazo. A más largo plazo, se prevé un avance de las exportaciones como consecuencia del repunte del

comercio mundial. No obstante, los riesgos para el comercio siguen siendo elevados, principalmente en relación con un aumento del proteccionismo, que podría obstaculizar el crecimiento global.

**Gráfico 13**

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

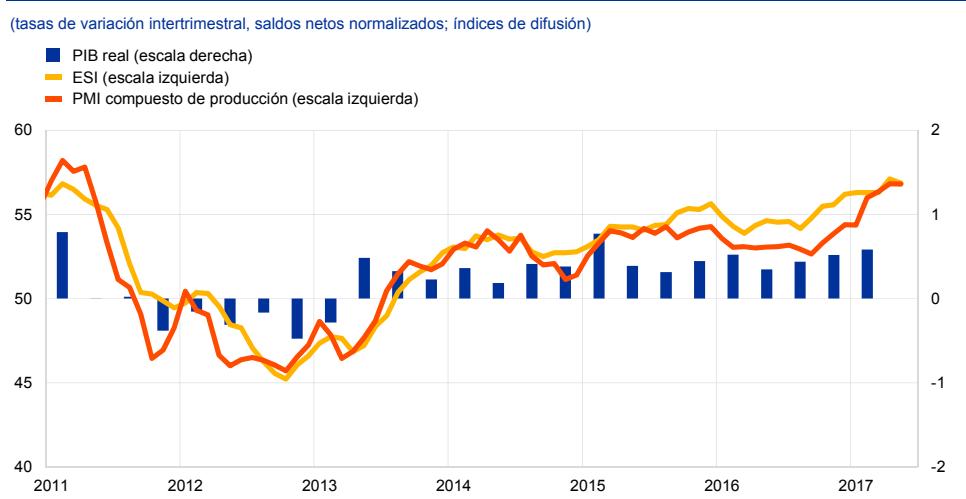
(tasas de variación interanuales en medias móviles de tres meses y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos se refieren a términos reales y las últimas observaciones corresponden a marzo de 2017.

**En conjunto, los datos más recientes apuntan a un sólido crecimiento en el segundo trimestre de 2017.** El indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto de producción registraron mejoras generalizadas en los cuatro primeros meses del año. En mayo, ambos indicadores se situaron en el nivel máximo posterior a la crisis, o próximos a él, aunque habían retrocedido ligeramente en comparación con abril. El avance de los indicadores en los dos primeros meses del segundo trimestre de 2017 reflejó principalmente una mejora de las expectativas de la producción futura y de los niveles de la cartera de pedidos, y ambos indicadores se encuentran actualmente por encima de sus medias de largo plazo (véase gráfico 14).

**Gráfico 14****PIB real, índice PMI compuesto de producción y ESI de la zona del euro**

Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2017 para el PIB real y a mayo de 2017 para el ESI y el índice PMI.

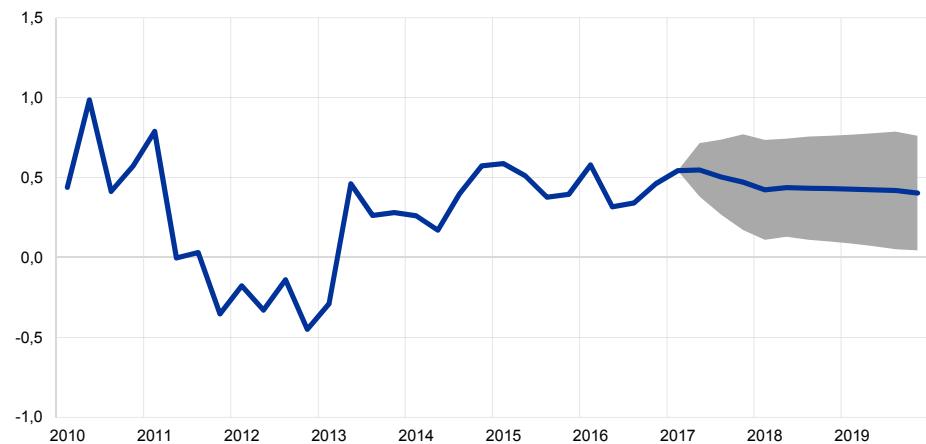
**Se espera que la actual expansión económica de la zona del euro prosiga, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE que están transmitiéndose a la economía real.** Se prevé que la demanda interna se vea impulsada por una serie de factores positivos. Las condiciones de financiación muy favorables y los bajos tipos de interés siguen favoreciendo una recuperación de la inversión en el contexto de un aumento de los beneficios y de una disminución de las necesidades de desapalancamiento. El crecimiento del consumo privado debería beneficiarse de una nueva mejora de las condiciones de los mercados de trabajo, debida en parte a anteriores reformas acometidas en dichos mercados. Las condiciones favorables asociadas a la recuperación cíclica fuera de la zona del euro, que se espera que se fortalezcan, impulsarán las exportaciones. No obstante, se prevé 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, a pesar de las mejoras en curso.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,9 % en 2017, del 1,8 % en 2018 y del 1,7 % en 2019 (véase gráfico 15).** Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están básicamente equilibrados. Por una parte, la positiva dinámica cíclica actual aumenta las posibilidades de que se produzca un repunte económico mayor de lo esperado. Por otra parte, persisten los riesgos a la baja relacionados con factores predominantemente globales (véase el recuadro titulado «Análisis de la evolución reciente de los riesgos globales» en este número del Boletín Económico).

### Gráfico 15

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 8 de junio de 2017.

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 el documento titulado *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, diciembre de 2009, disponible en el sitio web del BCE.

## 4

## Precios y costes

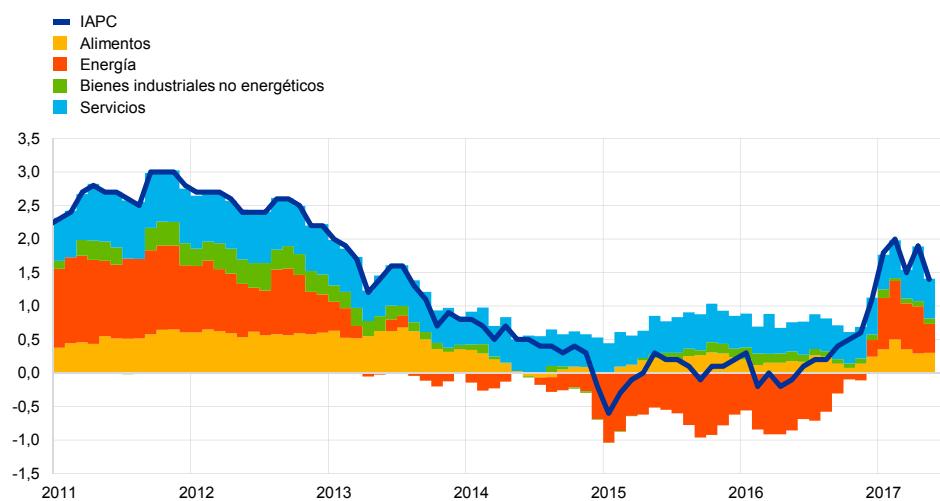
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,4 % en mayo de 2017, frente al 1,9 % de abril. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que, en los próximos meses, la inflación general fluctúe en torno a los niveles actuales. Al margen de la reciente volatilidad, la inflación subyacente aún no ha mostrado señales claras de un repunte y se espera que aumente solo de forma gradual a medio plazo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,3 % en 2018 y el 1,6 % en 2019.

**La inflación general retrocedió en mayo.** Dadas las variaciones de los precios del petróleo y las fechas de la Semana Santa, la inflación general ha mostrado bastante volatilidad en los últimos meses. Según la estimación de avance de Eurostat, se situó en el 1,4 % en mayo de 2017, tras el 1,9 % de abril y el 1,5 % de marzo. El descenso de mayo se esperaba por dos motivos principales. En primer lugar, la inflación de los precios de los servicios cayó considerablemente y revirtió el fuerte repunte observado en abril, debido al impacto que tuvo en la tasa de variación interanual el hecho de que, en 2017, la Semana Santa se celebró en fechas distintas a las de 2016. En segundo lugar, la tasa de variación de los precios de la energía se redujo como consecuencia de un efecto de comparación a la baja relacionado con el acusado aumento de los precios de la energía un año antes y las presiones adicionales a la baja derivadas de la caída de los precios del petróleo en los últimos meses.

### 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)

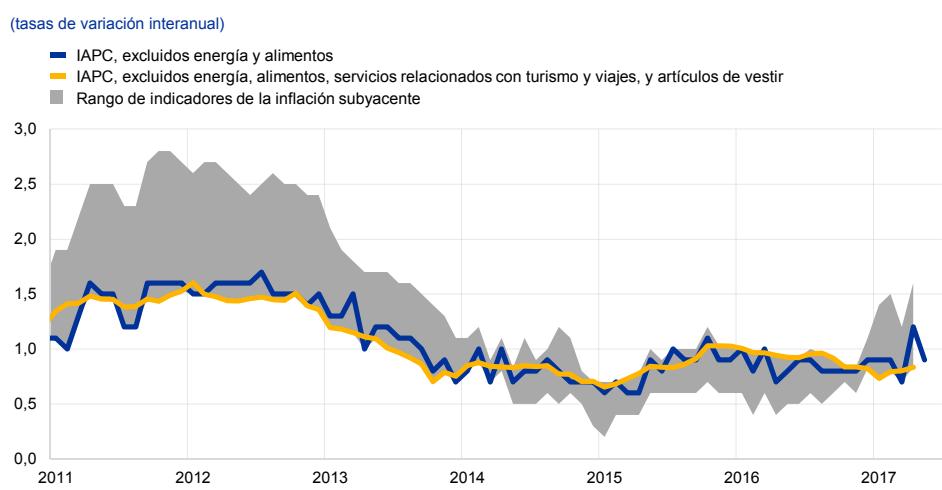


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2017 (estimaciones de avance).

**La inflación subyacente aún no ha mostrado señales claras de un ajuste al alza.** Algunos indicadores de la inflación subyacente han estado sesgados en los últimos meses, debido a factores transitorios como las fechas de la Semana Santa y el impacto de las recientes fluctuaciones de los precios del petróleo en los componentes de la inflación de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes (en particular, las vacaciones organizadas). Con este trasfondo, la estimación de avance de Eurostat correspondiente a mayo sugiere que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 0,9 %, frente al 1,2 % registrado en abril y el 0,7 % de marzo, mientras que la inflación medida por el IAPC excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir se mantuvo prácticamente estable en abril. La actual contención de la inflación subyacente puede reflejar, en parte, los efectos indirectos retardados a la baja de las caídas anteriores de los precios del petróleo, pero también, y más importante, la persistencia de débiles presiones internas de costes. Dado que la evolución de la inflación subyacente está más estrechamente vinculada a las tendencias de la inflación a medio plazo, resulta fundamental que haya señales claras de un ajuste al alza para que se produzca un ajuste sostenido de la inflación general.

**Gráfico 17**  
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

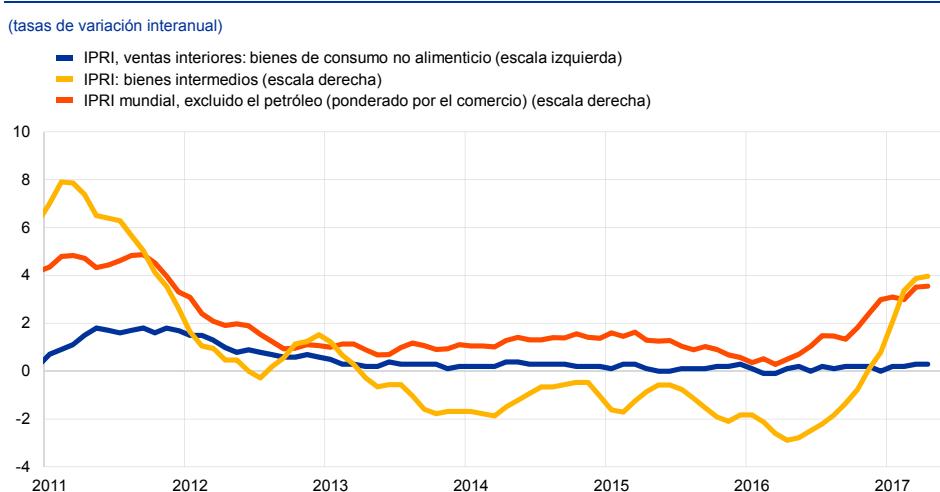
Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media truncada del 10 %; la media truncada del 30 %; la mediana del IAPC y la medida basada en un modelo factorial dinámico. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2017 (IAPC, excluidos la energía y los alimentos: estimación de avance) y a abril de 2017 (resto de los indicadores).

**Se han acumulado las presiones latentes en las primeras fases de la cadena de producción y de precios.** La transmisión del fuerte repunte de los precios de producción de los bienes intermedios a los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio parece seguir siendo escasa (véase gráfico 18). Como reflejo del sólido repunte observado en la inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial a partir de mediados de 2016, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios de la zona del euro sigue fortaleciéndose y aumentó desde el mínimo del -2,9 % registrado en abril de 2016 hasta el 4 % en abril de 2017. Sobre la base de regularidades históricas,

una mejora sostenida de los precios de producción de los bienes intermedios ya implicaría cierta recuperación de la inflación de los precios de los bienes de consumo no alimenticio<sup>2</sup>. Sin embargo, pese al incremento de los precios de producción de los bienes intermedios y a la nueva subida de los precios de las importaciones de bienes de consumo no alimenticio, que se incrementaron desde el 0,1 % observado en enero de 2017 hasta el 1,1 % de abril, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se mantiene contenida y se situó en el 0,3 % en marzo y en abril. Los bajos niveles de inflación observados en el índice de precios industriales (IPRI) pese al aumento de las presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción y de precios podría deberse, entre otras razones, a que los márgenes se están estrechando.

#### Gráfico 18

#### Precios industriales de ventas interiores, de los bienes intermedios y a escala mundial



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2017.

**En la zona del euro, el crecimiento de los salarios sigue siendo bajo.** El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado y de la remuneración por hora trabajada aumentó ligeramente hacia finales de 2016. La última información disponible sobre el crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro (1,4 % en el primer trimestre de 2017, ligeramente por debajo del 1,5 % observado en el cuarto trimestre de 2016) no apunta a presiones adicionales al alza a principios de 2017. En general, el crecimiento salarial sigue siendo reducido en comparación con las medias históricas, lo que podría atribuirse a la holgura del mercado de trabajo —que continúa siendo significativa según los indicadores más amplios de la infrautilización del mercado de trabajo<sup>3</sup>—, así como a la baja inflación,

<sup>2</sup> Véase también el recuadro titulado «¿Qué nos puede decir la reciente evolución de los precios industriales sobre las presiones latentes?», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

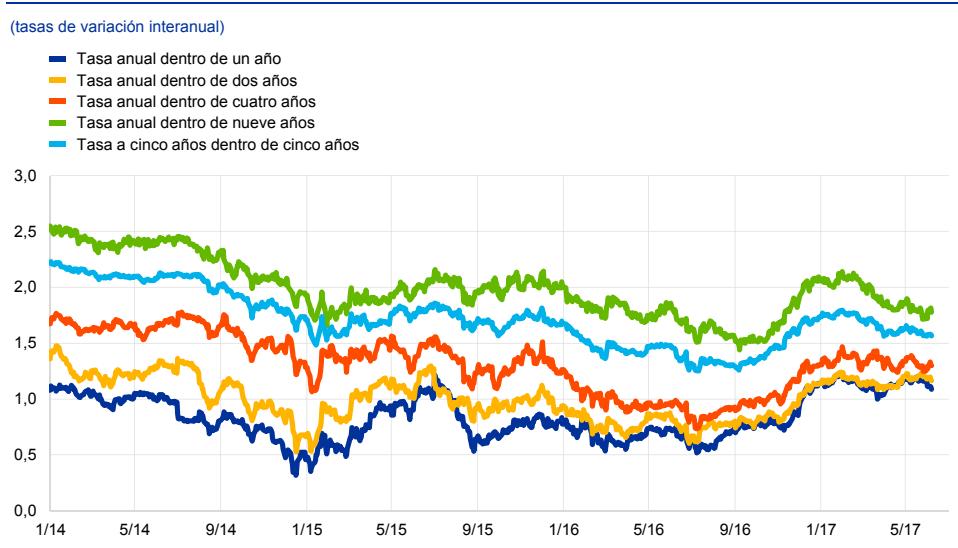
<sup>3</sup> Véase el recuadro titulado «Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

el débil crecimiento de la productividad y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis financiera.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han registrado un ligero descenso, mientras que los indicadores de opinión se han mantenido estables.** Los indicadores de mercado han disminuido en todos los horizontes (véase gráfico 19). La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,57 % el 7 de junio de 2017, ligeramente por debajo del nivel observado a finales de abril. En cambio, tal como se señala en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2017, los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro permanecieron invariables en el 1,8 %.

**Gráfico 19**

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 7 de junio de 2017.

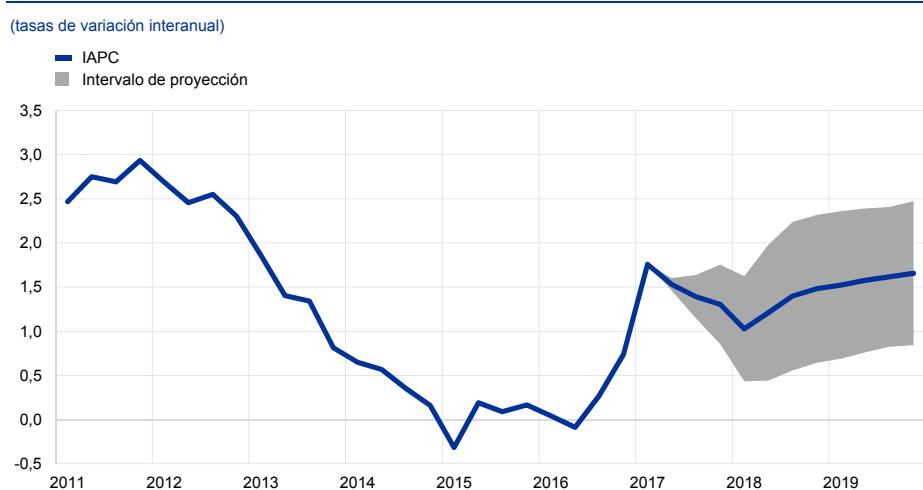
**De cara al futuro, se espera que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se sitúe en niveles algo más bajos de lo esperado anteriormente.** Sobre la base de la información disponible a mediados de mayo, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017 prevén que la inflación medida por el IAPC aumente desde el 0,2 % de 2016 hasta situarse en el 1,5 % en 2017, el 1,3 % en 2018 y el 1,6 % en 2019 (véase gráfico 20)<sup>4</sup>. La forma de V del perfil de la inflación general durante el horizonte de la proyección es el resultado, principalmente, de una fuerte contribución positiva del componente energético del IAPC en 2017, que disminuirá notablemente en 2018. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC general se han revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2017 y 2018, y en 0,1 puntos

<sup>4</sup> Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 8 de junio de 2017.

porcentuales para 2019. Esta revisión a la baja refleja, primordialmente, la caída de los precios del petróleo.

### Gráfico 20

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



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 8 de junio de 2017.

**Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumente solo de forma gradual a medio plazo.** Se prevé que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumente desde el 0,9 % registrado en 2016 hasta el 1,1 % en 2017, el 1,4 % en 2018 y el 1,7 % en 2019. Uno de los principales factores que explican este repunte gradual es el incremento previsto de los salarios y de los costes laborales unitarios a medida que la recuperación avance y se consolide. Se espera que la disminución de la holgura en el mercado laboral y la desaparición progresiva de los factores relacionados con la crisis, que han frenado el crecimiento de los salarios en los últimos años, conduzcan a un repunte del crecimiento de la remuneración por asalariado y, dado que se prevé que la recuperación de la productividad sea más moderada, también de los costes laborales unitarios. También se espera que el repunte de los precios del petróleo observado desde principios de 2016 intensifique ligeramente, de forma indirecta, estas presiones al alza sobre los costes a través de un aumento de los costes de producción y de sus repercusiones en los salarios nominales.

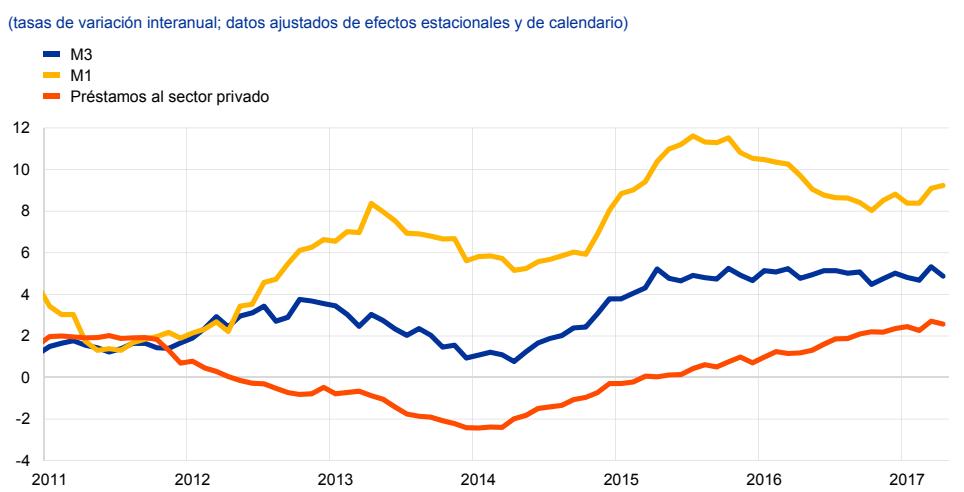
## 5

## Dinero y crédito

*El agregado monetario amplio sigue creciendo a un ritmo sólido y prosigue la recuperación del crecimiento del crédito al sector privado observada desde principios de 2014. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras aumentó nuevamente en el primer trimestre de 2017.*

**El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido en el primer trimestre de 2017 y en abril, manteniendo el ritmo observado desde mediados de 2015.** La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 4,9 % en abril (véase gráfico 21). El bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos, así como el impacto de las medidas de política monetaria del BCE, continuó respaldando el crecimiento monetario. Al igual que en meses anteriores, el crecimiento interanual de M3 se basó principalmente en sus componentes más líquidos, y la tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta situarse en el 9,2 % en abril (frente al 8,8 % registrado en diciembre de 2016).

**Gráfico 21**  
M3, M1 y préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de la tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a abril de 2017.

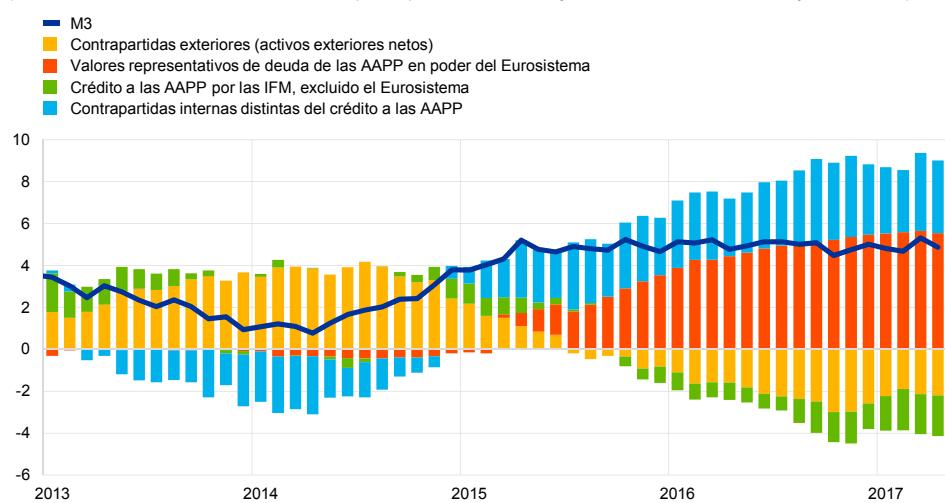
**Los depósitos a la vista siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento de M3.** Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras mantuvo su vigor en el primer trimestre de 2017 y en abril, situándose en el 11,4 % y el 10,6 %, respectivamente. La volátil tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los intermediarios financieros (excluidas las IFM) se incrementó en marzo y en abril. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación aumentó ligeramente, sin indicar que exista 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 afectando de forma negativa al agregado M3

en el primer trimestre y en abril. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, fue elevada en el primer trimestre de 2017, sustentada principalmente en el sólido crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario, pero se moderó en abril.

**Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio cuando se considera desde la perspectiva de las contrapartidas de M3 (véase gráfico 22).** Entre las contrapartidas de M3, las adquisiciones de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas por parte del Eurosystema (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 22), sobre todo en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del BCE, contribuyeron favorablemente al avance de M3. Además, el crecimiento de M3 siguió 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 debió a la recuperación sostenida del crédito al sector privado y a 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 ha sido negativa desde el segundo trimestre de 2012, disminuyeron de nuevo en el primer trimestre de 2017 y en abril. Su tasa de crecimiento interanual negativa fue atribuible, en parte, al impacto de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II) del BCE, que pueden estar actuando como sustituto de la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados y haciendo que a los inversores les resulte menos atractivo mantener bonos bancarios y depósitos a largo plazo. Al mismo tiempo, las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosystema, contribuyeron al crecimiento interanual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosystema, y frenaron el crecimiento de M3 (véase la parte de color verde de las barras del gráfico 22).

### 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 abril de 2017.

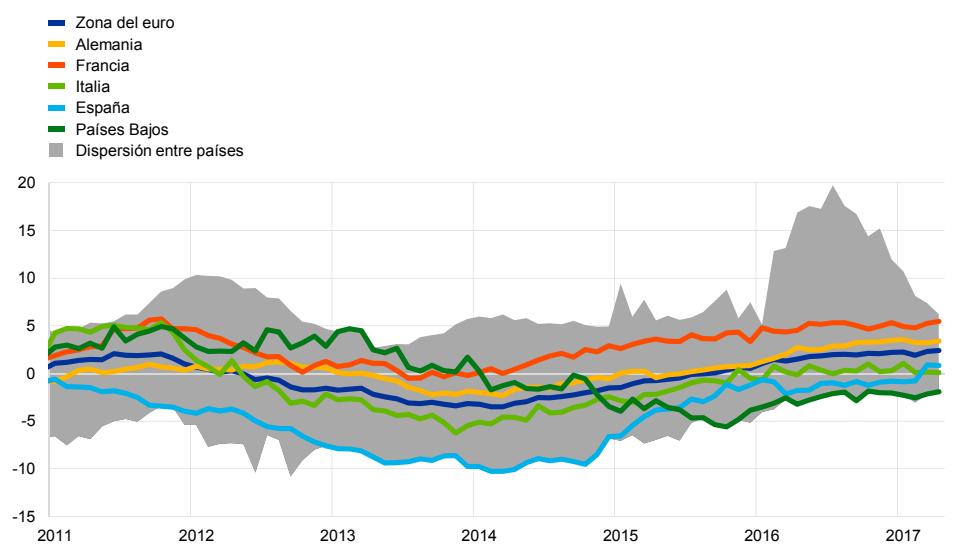
**Los activos exteriores netos de las IFM siguieron ejerciendo presiones a la baja sobre el crecimiento interanual de M3.** Registraron ligeros flujos de salida mensuales negativos en el primer trimestre de 2017 y en abril, lo que incrementó en cierto modo las presiones a la baja que ejercían sobre el crecimiento interanual de M3 (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 22). Esta evolución refleja las continuas salidas de capital de la zona del euro. Las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP parecen ser un factor que contribuye a esta tendencia (véase también el recuadro titulado «¿Qué sectores han vendido los valores públicos adquiridos por el Eurosistema?»).

**Prosigue la recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado [ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de la tesorería (*cash pooling nocional*)] aumentó en el primer trimestre de 2017 y en abril (véase gráfico 21). Entre sectores, la tasa de crecimiento de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras volvió a elevarse y se situó en el 2,4 % en abril (véase gráfico 23). En general, el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras se ha recuperado significativamente 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 incrementó en el primer trimestre de 2017 y se mantuvo sin variación en el 2,4 % en abril (véase gráfico 24). Las considerables 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 generales 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 (NPL, en sus siglas en inglés) 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)



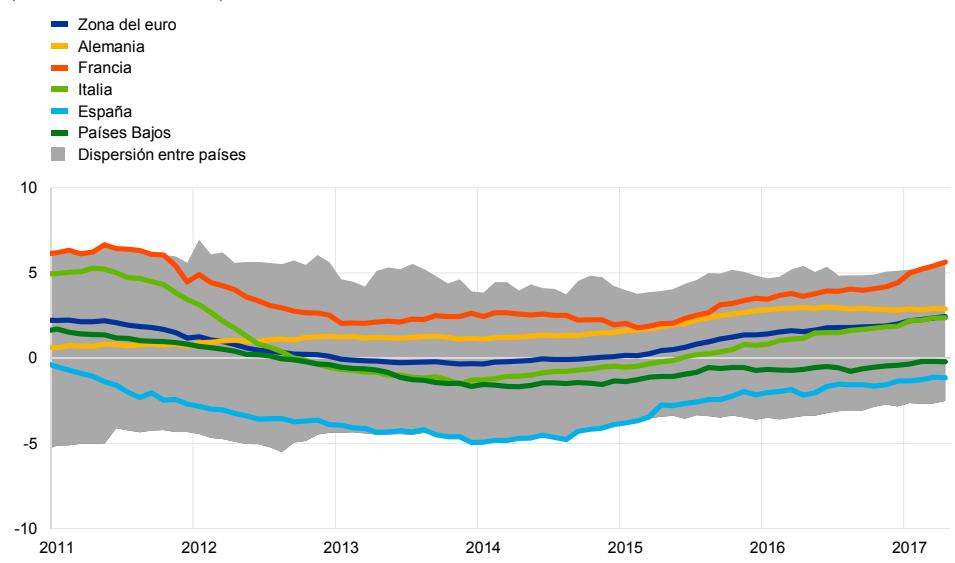
Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de la tesorería. 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 abril de 2017.

### 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 centralización nocional de la tesorería. 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 abril de 2017.

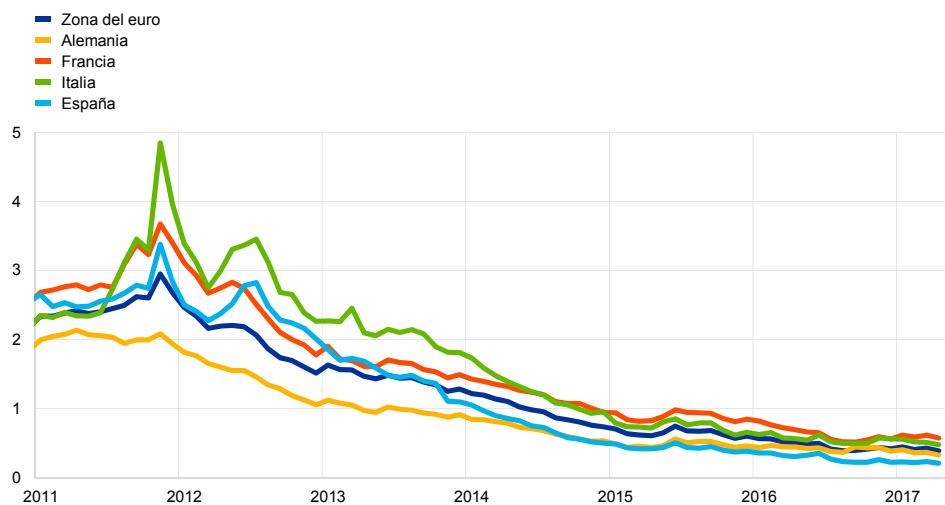
**Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron siendo favorables.** El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2017 y en abril

(véase gráfico 25), como consecuencia de una reducción de los rendimientos de los bonos bancarios, mientras que el coste de los depósitos se mantuvo estable. El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda siguió registrando niveles históricamente bajos. 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 estas condiciones favorables.

### 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 abril de 2017.

**Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares aumentaron levemente, pero se mantuvieron en niveles muy bajos en el primer trimestre de 2017 y en abril (véanse gráficos 26 y 27).** La disminución de los tipos de interés de los préstamos bancarios, que se inició a principios de 2014, se estabilizó a comienzos de 2017 y, desde entonces, los tipos se han mantenido en niveles próximos a sus mínimos históricos. El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras se incrementó ligeramente en el primer trimestre de 2017 y permaneció prácticamente estable en abril. Al mismo tiempo, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a los hogares para adquisición de vivienda registró un leve aumento. 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 abril de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos

concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron alrededor de 112 puntos básicos y 104 puntos básicos, respectivamente. La caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras fue especialmente pronunciada en los países vulnerables, contribuyendo así a reducir 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 cayó hasta registrar un nuevo mínimo histórico en abril de 2017. En general, esto indica que las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de los tipos de interés de los préstamos.

### Gráfico 26

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)

■ Zona del euro

■ Alemania

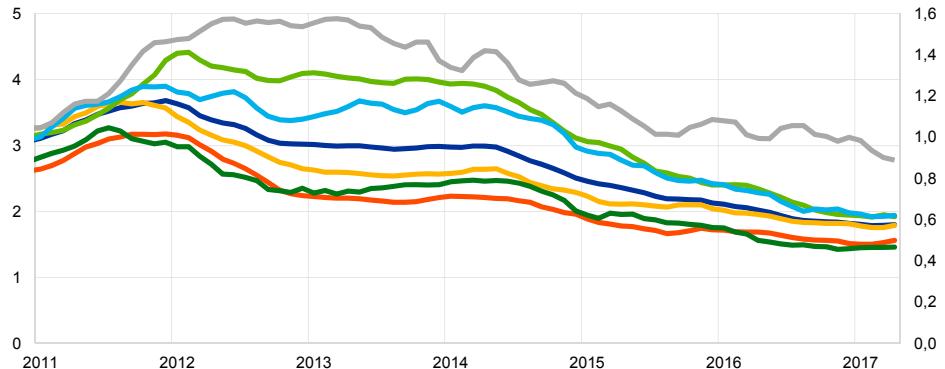
■ Francia

■ Italia

■ España

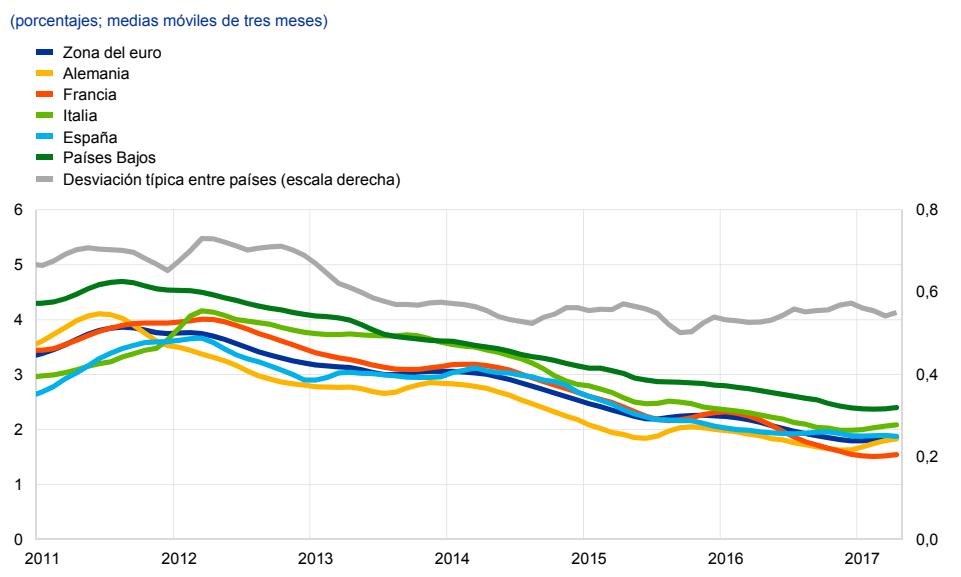
■ Países Bajos

■ Desviación típica entre países (escala derecha)



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 abril de 2017.

**Gráfico 27****Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda**

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 abril de 2017.

**Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó nuevamente en el primer trimestre de 2017.** Este incremento refleja la mejora continua de la dinámica de los préstamos bancarios y la intensa actividad emisora de valores representativos de deuda. La financiación externa de las sociedades no financieras se sitúa actualmente en los niveles observados a principios de 2005 (justo antes de que comenzara el período de excesivo crecimiento del crédito). Aunque los datos de las cuentas sectoriales muestran que la emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras experimentó un notable incremento en el cuarto trimestre de 2016, fue el resultado de completar una fusión importante. Sin esa fusión, la emisión neta habría sido negativa durante el trimestre debido a los importantes volúmenes de recompras de acciones. Los préstamos concedidos a las sociedades no financieras por entidades distintas de IFM también registraron, en el cuarto trimestre de 2016, una amortización neta trimestral considerable, la segunda consecutiva, que refleja la liquidación de una importante entidad de propósito especial. En conjunto, la recuperación registrada desde principios de 2014 en la financiación externa de las sociedades no financieras se ha sustentado en la mejora de la actividad económica, la reducción adicional del coste de la financiación mediante deuda, la relajación de las condiciones de concesión del crédito bancario y el número más elevado de fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras, que se sitúan en máximos históricos y están aumentando, han reducido la necesidad de financiación externa.

**La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se moderó aún más en abril y en mayo de 2017, tras**

**mantener su dinamismo en marzo.** La actividad emisora siguió estando respaldada, entre otros factores, por las compras de bonos corporativos por parte del BCE. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras fue moderada en los primeros meses de 2017.

**Los costes de financiación de las sociedades no financieras siguen siendo muy favorables.** Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras registró un leve aumento, en promedio, en los últimos dos meses, hasta situarse, en mayo de 2017, 15 puntos básicos por encima de su mínimo histórico de julio de 2016. El reciente incremento del coste total de la financiación obedece a una ligera subida del coste de las acciones, atribuible a las mayores primas de riesgo de las acciones. En cambio, el coste de la deuda se ha mantenido prácticamente sin cambios en sus mínimos históricos desde agosto de 2016.

**Según la última encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas de la zona del euro, correspondiente al período comprendido entre octubre de 2016 y marzo de 2017, las pymes continuaron señalando nuevas mejoras en la disponibilidad de la financiación externa.** Por primera vez desde que se inició la encuesta, las pymes indicaron que consideran que las perspectivas económicas generales favorecen la disponibilidad de la financiación externa. Volvieron a señalar que el acceso a la financiación es su problema menos importante, aunque persisten diferencias significativas entre países. En conjunto, las pymes de la zona del euro señalaron una mejora de las cifras de negocio y de su endeudamiento, junto con unos beneficios estables y un aumento de los costes laborales y de otro tipo.

## 6

## Evolución de las finanzas públicas

*Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro continúe reduciéndose durante el horizonte de proyección (2017-2019), debido principalmente a la mejora de las condiciones cíclicas y a la disminución de los pagos por intereses. A tenor de las proyecciones, la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será básicamente neutral en el período 2017-2019. Aunque la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro todavía es elevada, seguirá disminuyendo. No obstante, los países con altos niveles de deuda pública se beneficiarán de la realización de esfuerzos de consolidación adicionales para situar esta ratio en una firme senda descendente.*

**Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continúe disminuyendo durante el horizonte de proyección.**

Sobre la base de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2017<sup>5</sup>, se espera que la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descienda desde el 1,5 % del PIB de 2016 hasta el 1 % del PIB en 2019 (véase cuadro). La mejora de las perspectivas presupuestarias, que prácticamente no han variado con respecto a las proyecciones de marzo de 2017, se sustenta principalmente en unas condiciones cíclicas favorables y en la caída de los pagos por intereses, al tiempo que se prevé que las medidas estructurales de política fiscal sean limitadas. Para una mayoría significativa de países de la zona del euro, las proyecciones son menos optimistas que las recogidas en las actualizaciones de sus respectivos programas de estabilidad de 2017, especialmente las referidas al período cercano al final del horizonte de proyección. Esta diferencia se explica, entre otras razones, porque las actualizaciones de los programas de estabilidad incluyen medidas presupuestarias sobre las que aún no se ha legislado o que no están lo suficientemente detalladas para incorporarlas a las proyecciones.

### Cuadro

#### Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(porcentajes del PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Ingresos totales	46,7	46,4	46,3	46,1	45,9	45,9
b. Gastos totales de los cuales:	49,3	48,5	47,8	47,5	47,1	46,8
c. Gasto por intereses	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9
d. Gasto primario (b - c)	46,6	46,1	45,6	45,4	45,2	45,0
Saldo presupuestario (a - b)	-2,6	-2,1	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,1	0,3	0,7	0,7	0,7	0,9
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-1,9	-1,7	-1,5	-1,4	-1,4	-1,2
Saldo estructural primario	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6
Deuda bruta	92,0	90,3	89,2	87,9	86,4	84,7
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	1,2	1,9	1,7	1,9	1,8	1,7

Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2017.

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 suelen tener en cuenta las revisiones más recientes de los datos, podrían producirse diferencias con respecto a los datos validados más recientes de Eurostat.

<sup>5</sup> Véanse las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017.

**Se prevé que la orientación de la política fiscal sea prácticamente neutral en 2017-2019<sup>6</sup>.** La estabilidad de las perspectivas del saldo estructural primario apenas ha variado con respecto al ejercicio de marzo de 2017. Por el lado de los ingresos, los pequeños recortes de los impuestos directos en algunos países se ven contrarrestados por otros factores relacionados con esta partida [debido, sobre todo, al cambio en el registro estadístico de los ingresos procedentes del sistema universal de telecomunicaciones móviles (UMTS, en sus siglas en inglés)]. Por el lado del gasto, se prevé que la inversión pública y las prestaciones sociales aumenten ligeramente por encima de la tendencia del PIB nominal.

**Se espera que la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro continúe descendiendo desde el alto nivel actual.** A tenor de las proyecciones, la deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro, que registró un máximo en 2014, seguirá descendiendo, desde el 89,2 % de 2016 hasta el 84,7 % a finales de 2019. La reducción proyectada de la deuda pública se sustenta principalmente en la evolución favorable del diferencial entre tipos de interés y crecimiento, en consonancia con unas perspectivas macroeconómicas sólidas y unos tipos de interés bajos. Los superávits primarios esperados contribuirán al descenso de la ratio de deuda en relación con el PIB, mientras que se prevé que los ajustes entre déficit y deuda den lugar a un ligero aumento de la deuda. En comparación con las proyecciones de marzo de 2017, se espera que la deuda agregada en relación con el PIB de la zona del euro se mantenga prácticamente invariable, excepto por una leve mejora de las perspectivas al final del horizonte de proyección. Según las proyecciones, la ratio de deuda en relación con el PIB disminuirá en la mayoría de los países de la zona del euro, si bien se espera que aumente en algunos países.

**Los países han de continuar aplicando ajustes fiscales que cumplan plenamente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.** Es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en los países con niveles de deuda elevados, para que la ratio de deuda en relación con el PIB se sitúe en una firme senda descendente. El alto endeudamiento de estos países les hace particularmente vulnerables frente a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o a un rápido repunte de los tipos de interés. El 16 de mayo de 2017, la Comisión Europea formuló sus propuestas de recomendaciones específicas por país (CSR, en sus siglas en inglés) anuales, en las que se recogen las orientaciones sobre las políticas económicas y fiscales de los países de la UE, que serán adoptadas en última instancia por el Consejo. En el recuadro titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2017», publicado en esta edición del Boletín Económico, se presenta un análisis de las recomendaciones específicas por país relativas a la política fiscal.

---

<sup>6</sup> La orientación presupuestaria refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación del saldo estructural primario, es decir, la ratio de saldo primario 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, junio de 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

**Es necesario seguir avanzando en el marco de gobernanza fiscal de la UE.** En particular, la transposición íntegra del pacto fiscal a la legislación nacional y su aplicación deberían reforzar la disciplina presupuestaria y aumentar la adhesión nacional al marco de gobernanza fiscal. Sin embargo, tal como se indica en el recuadro titulado «El pacto fiscal: la evaluación de la Comisión y el camino a seguir», parece que en algunos países el pacto fiscal solo se ha incorporado parcialmente a la legislación nacional. A más largo plazo, la Comisión Europea ha contribuido al debate sobre el futuro de Europa con un informe titulado «Documento de reflexión sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria», publicado el 31 de mayo de 2017, que incluye, entre otros aspectos, propuestas sobre cómo avanzar hacia la unión fiscal<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Véase el informe titulado [«Documento sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria»](#).

# Recuadros

1

## Análisis de la evolución reciente de los riesgos globales

En este recuadro se presenta un análisis cualitativo de la evolución de los principales riesgos globales desde principios de 2016.

**Parece que los riesgos de un cambio brusco en las condiciones financieras a escala mundial se han atenuado, pero no han desaparecido.** Desde el episodio de inquietud en los mercados de 2013 conocido como *taper tantrum*, cuando las expectativas relativas a la política monetaria de Estados Unidos cambiaron repentinamente, la combinación de una comunicación cautelosa y un endurecimiento monetario muy gradual por parte de la Reserva Federal parece haber mitigado en cierta medida dichos riesgos. En particular, las diferencias entre las expectativas de los mercados y las proyecciones del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, en sus siglas en inglés) en relación con los tipos de interés se han reducido (véase gráfico A), lo que sugiere que las perspectivas de sorpresas en la política monetaria han disminuido. No obstante, se mantiene la incertidumbre en torno al ciclo de endurecimiento en Estados Unidos y, pese al modesto repunte de la prima por plazo desde mediados de 2016, los tipos de interés a más largo plazo permanecen en niveles muy bajos.

### Gráfico A

Tipos de interés de los fondos de la Reserva Federal de EEUU en comparación con las proyecciones del FOMC



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE basados en datos de Bloomberg y de la Reserva Federal.

Notas: La última observación corresponde al 23 de mayo de 2017 para los futuros sobre fondos federales y al 15 de marzo de 2017 para las proyecciones del FOMC. La prima por plazo es la estimación del Banco de la Reserva Federal de Nueva York basada en los rendimientos de los bonos del Tesoro a diez años.

**Al mismo tiempo, las principales economías emergentes parecen estar en mejores condiciones que hace algunos años para hacer frente a unas condiciones de financiación externa más duras.** En los últimos años se han reducido las vulnerabilidades y los desequilibrios externos en varias economías

emergentes, donde han aumentado los tipos de interés reales, ha caído la inflación, se ha ralentizado el crecimiento del crédito y han disminuido los desequilibrios por cuenta corriente. Esta evolución debería incrementar su resistencia frente a perturbaciones adversas en la financiación externa. Sin embargo, algunas economías emergentes, en especial aquellas que tienen una abultada deuda externa, siguen estando expuestas al riesgo de un brusco endurecimiento de las condiciones financieras a escala mundial. En consecuencia, las perspectivas mundiales siguen enfrentándose al riesgo de un giro repentino en el sentimiento de los mercados financieros mundiales que afecte a la actividad internacional, y, particularmente, a la actividad de dichas economías.

**El respaldo de las políticas al crecimiento ha atenuado la preocupación por las perspectivas a corto plazo de China.** Desde mediados de 2015 existía una preocupación importante por las perspectivas de China, en un entorno de temores por la acusada ralentización de la actividad, las salidas de capital y la depreciación del renminbi, agravados por el aumento de la incertidumbre en torno a las políticas. La aplicación de medidas firmes, que incluyeron un respaldo fiscal sustancial, gasto en infraestructuras, condiciones financieras más laxas y un endurecimiento de los controles de capitales, alivió dichas preocupaciones. Estas medidas, que ponen de manifiesto la determinación de las autoridades de mantener el crecimiento próximo a los objetivos marcados, pueden haber ayudado a calmar la inquietud acerca de las perspectivas a corto plazo. Sin embargo, sus costes fueron significativos e incluyeron un incremento adicional del endeudamiento y una asignación más ineficiente de recursos (al haberse concentrado el estímulo de nuevo en el sector público). El endurecimiento de los controles de capitales también ha contribuido a propulsar un auge del mercado de la vivienda, ya que los fondos se canalizaron hacia los activos internos.

**La incertidumbre en torno a las políticas económicas ha crecido a nivel global, con una preocupación por la adopción de políticas más proteccionistas, al tiempo que las tensiones geopolíticas continúan siendo elevadas.** Las tensiones geopolíticas han representado un importante riesgo a la baja para el crecimiento en los últimos años, aunque su intensidad y localización han variado a lo largo del tiempo, abarcando desde el conflicto en Oriente Próximo y las tensiones con Corea del Norte y en el mar del Sur de China, hasta las tensiones políticas entre Turquía y la UE y su impacto en los flujos de refugiados hacia la UE. Algunos de estos riesgos son de carácter más local o regional, mientras que otros revisten una dimensión más global, y resulta difícil estimar su probabilidad e impacto. Un índice de tensiones geopolíticas, que recoge incidentes bélicos, tensiones políticas y atentados terroristas, muestra un nivel prácticamente estable entre principios de 2016 y comienzos de 2017<sup>8</sup>. Además, desde las elecciones en Estados Unidos, han aumentado las presiones para que se adopten políticas más proteccionistas. En conjunto, la incertidumbre de política económica global ha seguido una tendencia al alza en los últimos años (véase gráfico B).

---

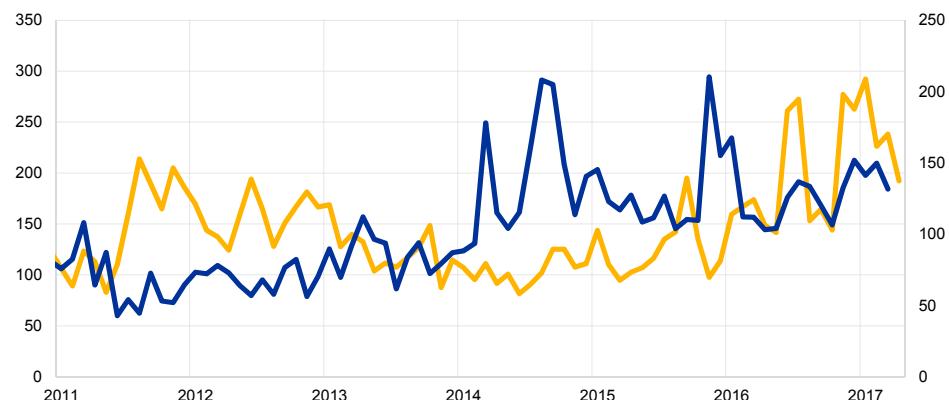
<sup>8</sup> Dario Caldara y Matteo Iacoviello, «Measuring Geopolitical Risk», Working Paper, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, 2016.

## Gráfico B

### Incertidumbre de política económica global e indicadores de tensiones geopolíticas

(índices)

- Índice de riesgo geopolítico (escala derecha)
- Índice de incertidumbre de política económica global (escala izquierda)



Fuentes: Haver, Reserva Federal y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: El Índice de incertidumbre de política económica global es una media ponderada por el PIB de 17 países. El Índice de riesgo geopolítico mide la incidencia de conflictos bélicos, tensiones geopolíticas y atentados terroristas. La última observación corresponde a marzo de 2017 para el riesgo geopolítico y a abril de 2017 para la incertidumbre de política económica global.

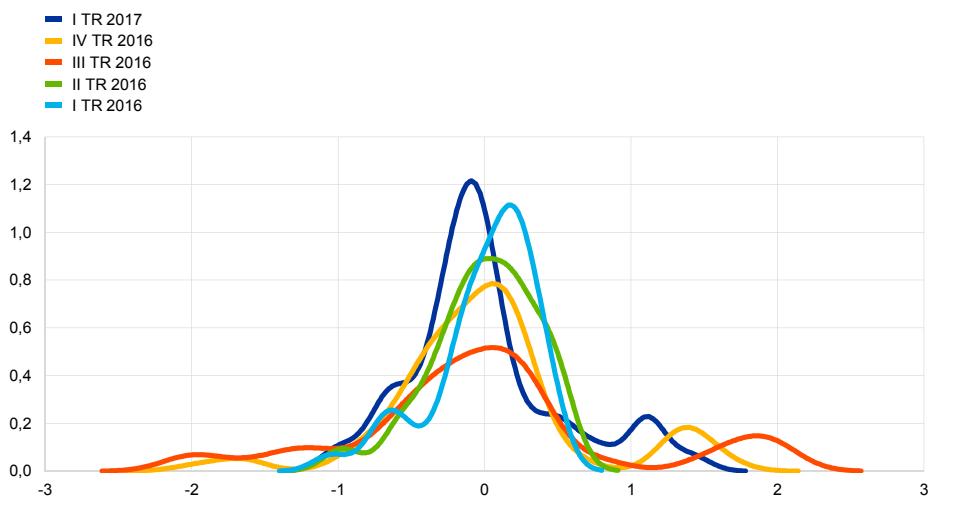
### Continúan los riesgos a medio plazo de que el Brexit tenga efectos adversos.

El impacto inmediato del referéndum del Reino Unido sobre su pertenencia a la UE ha sido más leve de lo inicialmente esperado. La actividad en el Reino Unido fue relativamente vigorosa en 2016, aunque se moderó a principios de este año al elevarse la inflación tras la depreciación de la libra esterlina. La dispersión de las previsiones recopiladas por Consensus Economics se ha reducido (véase gráfico C), si bien sigue siendo mayor que en el período anterior al referéndum. Sin embargo, persisten los riesgos a medio plazo, especialmente en relación con los resultados de las negociaciones sobre las condiciones de su salida de la UE y las relaciones comerciales en el futuro.

### Gráfico C

#### Dispersión de las previsiones de crecimiento para el Reino Unido

(densidades de kernel del crecimiento a un año corregido por la media)



Fuentes: Consensus Economics y cálculos de los expertos del BCE.

**En suma, el análisis sugiere que los actuales riesgos a la baja para el crecimiento mundial pueden haber disminuido en el último año, aunque no han desaparecido y, además, han surgido nuevos riesgos.** Por una parte, parece que la cautelosa comunicación por parte de la Reserva Federal, combinada con un endurecimiento muy gradual de la política monetaria y el descenso de las vulnerabilidades en las principales economías emergentes, han reducido el riesgo de un endurecimiento desordenado de las condiciones financieras a nivel mundial. Por otra parte, aunque las medidas adoptadas para respaldar la actividad han ayudado a aliviar la preocupación en torno a las perspectivas a corto plazo de China, las vulnerabilidades a medio plazo continúan siendo elevadas, dado el incremento adicional del endeudamiento. Además, las tensiones geopolíticas siguen siendo altas. Al mismo tiempo, han surgido nuevas fuentes de riesgo. En particular, existe una significativa incertidumbre en torno a las intenciones de la nueva Administración de Estados Unidos en materia de política fiscal y, especialmente, comercial, pudiendo tener esta última efectos adversos potencialmente significativos sobre la economía mundial. Asimismo, las previsiones de recuperación gradual de la economía mundial están supeditadas a determinadas hipótesis importantes sobre las políticas, y siguen dependiendo en gran medida del respaldo de las políticas monetarias y fiscales. Por tanto, en conjunto, aunque parece que algunos riesgos han disminuido, el balance de riesgos para las perspectivas mundiales continúa inclinado a la baja.

## 2

# El programa de compras de bonos corporativos del BCE: implementación e impacto

**El 8 de junio de 2017 se cumplió el primer aniversario de la puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés)<sup>9</sup>.** El CSPP forma parte del programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del Eurosistema y se introdujo con el objetivo de reforzar la transmisión de las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema a las condiciones de financiación de la economía real.

**El universo de bonos admisibles en el CSPP es intencionadamente amplio y su composición se guía principalmente por consideraciones de política monetaria y de gestión de los riesgos.** Para lograr su objetivo de mantener la estabilidad de precios, el BCE tiene el mandato de actuar de conformidad con el principio de una economía de mercado abierta con libre competencia, favoreciendo una asignación eficiente de los recursos. En consecuencia, el BCE intenta que la implementación del APP tenga un efecto neutral sobre el mercado y, por ello, en el CSPP, las adquisiciones se efectúan basándose en una cartera de referencia que refleja de manera proporcional el valor de mercado de los bonos admisibles<sup>10</sup>.

**La composición de la cartera de valores adquiridos en el marco del CSPP refleja, en general, la del universo de bonos admisibles en el programa.** Las tenencias de valores del CSPP se situaban en 92 mm de euros el 7 de junio de 2017, lo que corresponde a aproximadamente el 11 % del universo de bonos admisibles en el programa, y están muy diversificadas entre aproximadamente 950 valores emitidos por unos 200 grupos de emisores. El detalle de los valores mantenidos en el CSPP por riesgo país sigue muy de cerca el del universo de bonos admisibles (véase gráfico A), y tampoco se observan desviaciones importantes entre los valores adquiridos en el marco del programa y sus respectivos porcentajes en el universo de bonos admisibles en el CSPP en términos de sectores de actividad económica o grupos de calificación crediticia. Un 12 % de los valores del CSPP se adquirieron con rendimientos negativos, aunque superiores al tipo de interés de la facilidad de depósito.

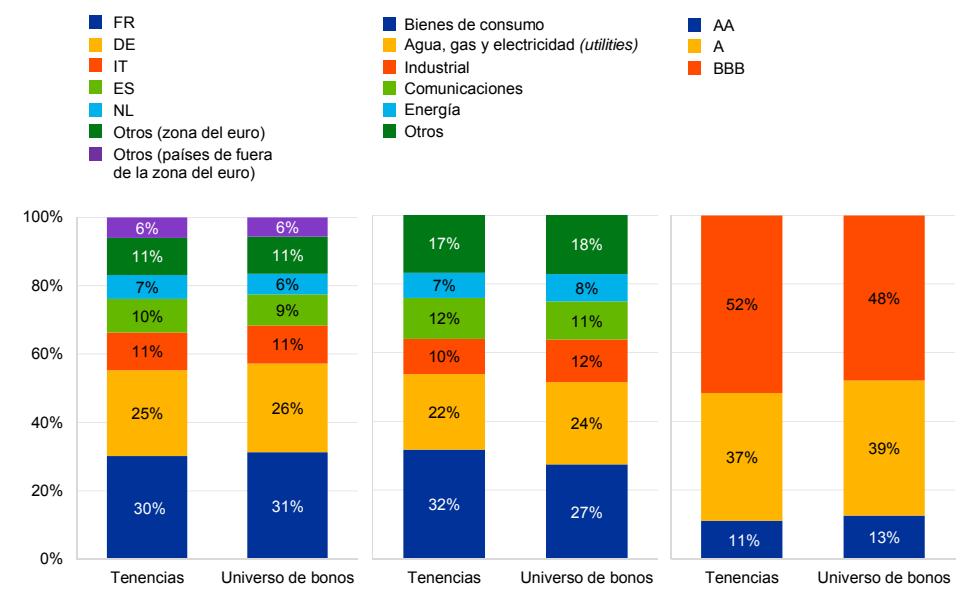
---

<sup>9</sup> En el recuadro titulado «El mercado de renta fija privada y el programa de compras de bonos corporativos del BCE», *Boletín Económico*, número 5, BCE, agosto de 2016, se presenta un análisis inicial del impacto del CSPP.

<sup>10</sup> El BCE adquiere valores emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario establecidas en la zona del euro, tanto en el mercado primario como en el secundario. Para poder ser adquiridos, los valores deben estar admitidos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. Para más información sobre el diseño del programa y los criterios de admisión, véase la Decisión (UE) 2016/948 del Banco Central Europeo, de 1 de junio de 2016, sobre la ejecución del programa de compras de bonos corporativos (BCE/2016/16) (DO L 157, 15.6.2016, p. 28).

## Gráfico A

Clasificación por país, sector y calificación crediticia de las tenencias de valores del CSPP y del universo de bonos admisibles en el programa



Fuentes: BCE y Bloomberg.

Notas: Se utilizan las clasificaciones de Bloomberg para riesgo país, sector y las mejores calificaciones crediticias (categorías generales). La distribución se basa en valores nominales.

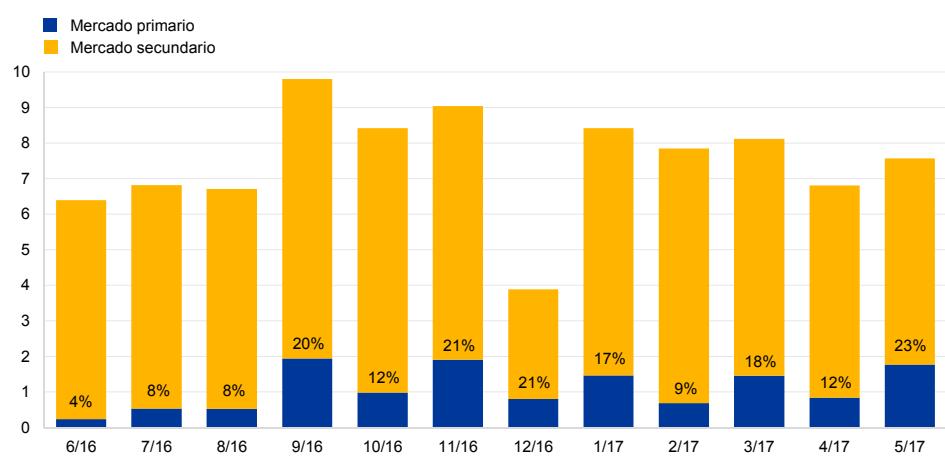
**A fin de asegurar la eficacia de la política monetaria, al tiempo que se mantiene la igualdad de condiciones para todos los participantes en el mercado y se evitan distorsiones injustificadas en los mercados, los bonos admisibles en el CSPP no son objeto de una discriminación positiva o negativa en función de criterios medioambientales o sociales.** Si bien el BCE comparte la opinión de que el interés por aspectos medioambientales y un comportamiento ético y socialmente responsable son importantes para la sociedad, la tarea de acordar, definir y promover las políticas y medidas adecuadas corresponde (en primera instancia) a los responsables de la toma de decisiones políticas. No obstante, no es posible incorporar estos aspectos en un programa de compra de activos a gran escala que se lleva a cabo como medida de política monetaria transitoria durante un período relativamente breve. Ello limitaría la eficacia con la que el APP contribuye al cumplimiento del mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios. Cabe señalar que varios activos clasificados como «bonos verdes» son admisibles en el CSPP y también han sido adquiridos por el Eurosistema. Las tenencias de estos bonos son básicamente acordes con sus ponderaciones en la cartera de referencia.

**El ritmo de las compras efectuadas en el marco del CSPP depende de las condiciones vigentes en los mercados.** Las compras netas mensuales durante el período comprendido entre junio de 2016 y mayo de 2017 (inclusive) han fluctuado entre algo menos de 4 mm de euros y algo menos de 10 mm de euros (véase gráfico B). Las adquisiciones fueron especialmente reducidas antes del final del año, un período que suele caracterizarse por un volumen muy poco significativo de emisiones de bonos y de bajos niveles de liquidez en el mercado secundario.

### Gráfico B

Compras netas mensuales en el marco del CSPP según el método de las transacciones

(mm de euros)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

Nota: La distribución se basa en valores contables.

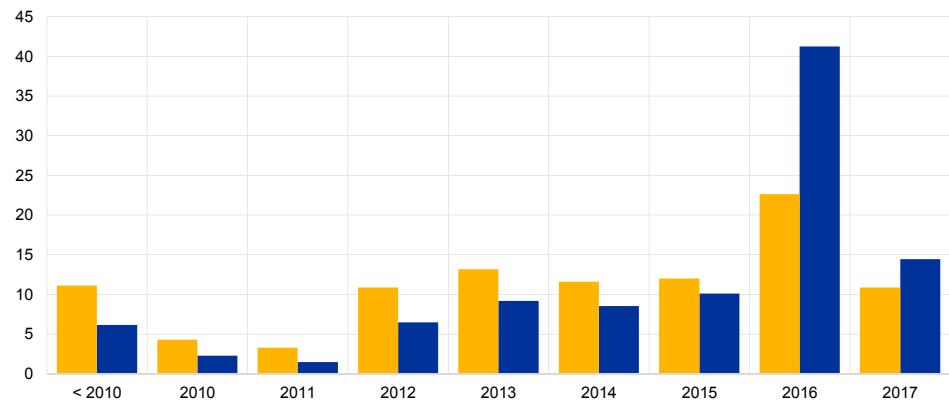
**En el marco del CSPP, las adquisiciones se efectúan en los mercados primario y secundario. Desde la introducción del programa, un 15 % de los valores se han comprado en el mercado primario.** Como consecuencia de estas adquisiciones en el mercado primario y de la mayor liquidez de los nuevos bonos emitidos, las tenencias de valores del CSPP tienden a centrarse en bonos de emisiones más recientes, correspondiendo más de la mitad a 2016 y 2017 (véase gráfico C). La demanda de emisiones de bonos corporativos admisibles en el CSPP por parte de los inversores aproximadamente triplicó, en promedio, el importe emitido. Por norma general, los emisores tratan al Eurosistema del mismo modo que a la mayoría de los demás inversores en lo que respecta a las asignaciones finales.

### Gráfico C

#### Tenencias de valores del CSPP por año de emisión

(porcentajes)

- Tenencias de valores adquiridos en el CSPP
- Universo de bonos admisibles en el CSPP



Fuentes: BCE y Bloomberg.

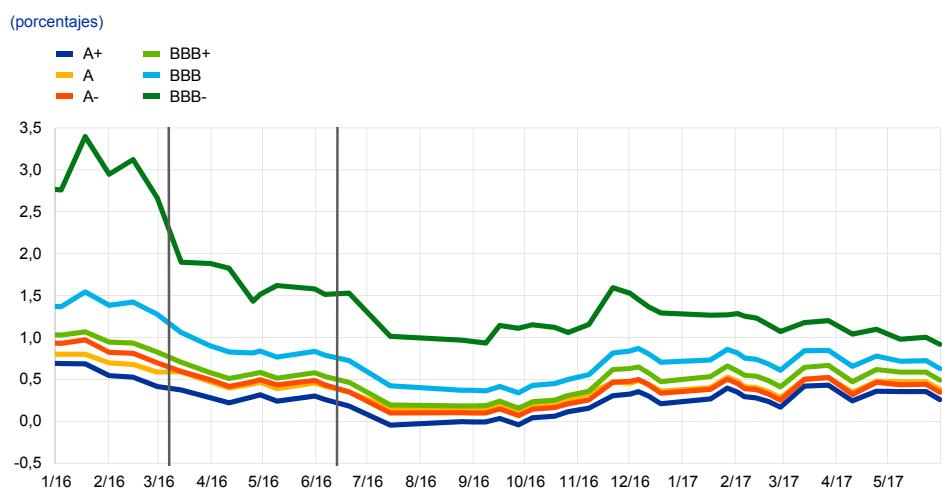
Nota: La distribución se basa en valores nominales. Los datos correspondientes al año 2017 incluyen las compras de bonos durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 7 de junio.

**El mercado de valores de renta fija privada ha evolucionado de forma positiva desde que se anunció el CSPP en marzo de 2016.** En esos momentos, el anuncio tuvo un efecto apreciable en la valoración de los bonos corporativos en el mercado secundario<sup>11</sup>. En la zona del euro, los rendimientos de estos bonos continuaron descendiendo entre el período posterior al anuncio y el otoño de 2016 (véase gráfico D), cuando aumentaron de nuevo en un contexto de expansión de la oferta de nuevos bonos y de incremento de las primas de riesgo a escala global. Desde principios de 2017, los rendimientos de estos valores han disminuido, en general, en un entorno de volatilidad relativamente baja. La situación de liquidez en los mercados sigue siendo favorable, en líneas generales, para las adquisiciones de bonos del Eurosistema en el marco del CSPP.

<sup>11</sup> En el recuadro titulado «El mercado de renta fija privada y el programa de compras de bonos corporativos del BCE», *Boletín Económico*, número 5, BCE, agosto de 2016, se presenta un análisis inicial del impacto del CSPP.

## Gráfico D

Rendimientos a cinco años de los bonos admisibles en el CSPP según su calificación crediticia



Fuentes: BCE y Bloomberg.

Notas: Se han utilizado datos quincenales. Las líneas verticales indican el anuncio del CSPP el 10 de marzo de 2016 y el inicio de las adquisiciones en el marco del programa el 8 de junio de 2016. Los rendimientos a cinco años con plazos de vencimiento constantes se basan en estimaciones de las curvas de rendimiento de las carteras de bonos admisibles en el CSPP utilizando la primera mejor calificación crediticia.

### Las primas de riesgo en el mercado de bonos admisibles en el CSPP han sido contenidas y han mostrado su capacidad de resistencia ante perturbaciones.

La prima de riesgo de crédito lleva descendiendo de manera casi continua desde el anuncio del CSPP (véase gráfico E). Los participantes en el mercado indican que esto refleja (entre otros factores) el apetito de los inversores por bonos emitidos por empresas con calificación crediticia más baja, y observan asimismo que, como consecuencia del CSPP, los inversores están reequilibrando sus carteras en favor de activos de mayor riesgo no admisibles o con el fin de ajustar la distribución geográfica a valores de países de fuera de la zona del euro. La prima por plazo también disminuyó durante la mayor parte de 2016, antes de aumentar de nuevo en el cuarto trimestre del año. En opinión de los participantes en el mercado, algunos inversores están menos dispuestos a exponerse al riesgo asociado a la prima por plazo en el mercado de valores de renta fija privada, anticipándose a un posible incremento de los tipos de interés a nivel mundial. La prima de liquidez lleva registrando una ligera tendencia a la baja desde el inicio del CSPP, lo que constituye una señal positiva de que el mercado funciona correctamente<sup>12</sup>.

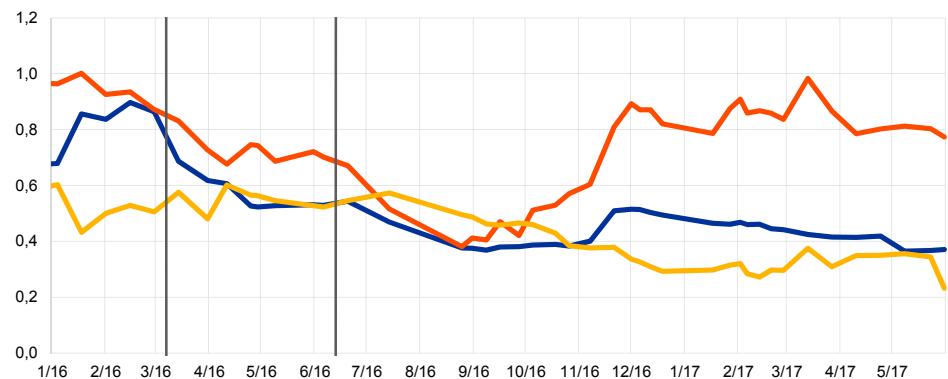
<sup>12</sup> Este descenso se ha producido aunque las adquisiciones efectuadas en el CSPP se han centrado en bonos con saldos vivos más elevados, que suelen ser más líquidos que los bonos con saldos vivos más bajos y, por lo tanto, se ofrecen con más frecuencia para su adquisición por el Eurosistema.

### Gráfico E

Primas de riesgo de crédito, de liquidez y por plazo en el mercado de bonos del CSPP

(porcentajes)

- Prima de riesgo de crédito
- Prima de liquidez
- Prima por plazo



Fuentes: BCE y Bloomberg.

Notas: Se han utilizado datos quincenales. Las líneas verticales indican el anuncio del CSPP el 10 de marzo de 2016 y el inicio de las adquisiciones en el marco del programa el 8 de junio de 2016. La prima de crédito se aproxima por el diferencial de rendimientos entre los bonos corporativos a cinco años con calificación A+ y BBB admisibles en el CSPP. La prima por plazo se aproxima por la pendiente media (siete años menos dos años) de las curvas de rendimiento de las carteras de bonos corporativos con calificación A-, A y A+ admisibles en el CSPP. La prima de liquidez se aproxima por la diferencia entre las estimaciones de los rendimientos a cinco años de dos carteras de bonos corporativos con calificación BBB+ admisibles en el CSPP: una con un saldo vivo inferior a 300 millones de euros y otra con un saldo vivo superior a 500 millones de euros (los bonos de esta última cartera se consideran bonos de referencia en el mercado de valores de renta fija privada de la zona del euro).

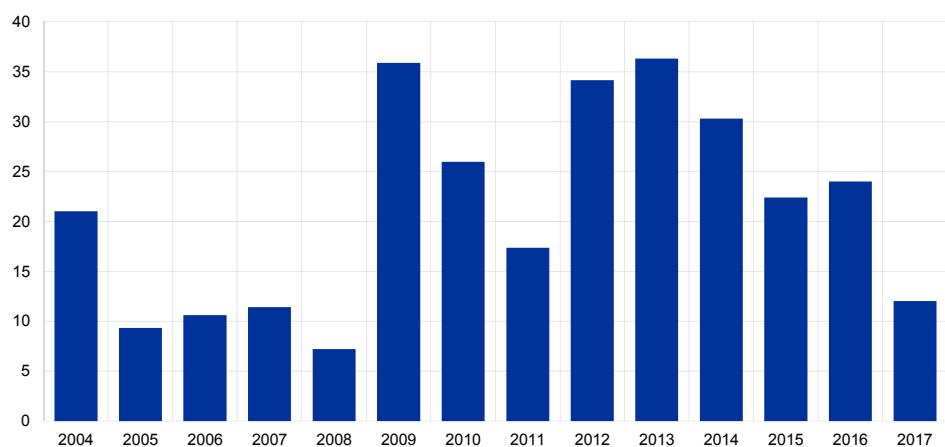
### Las condiciones de financiación de las empresas han mejorado. Los

participantes en el mercado mencionan el CSPP como un factor que ha contribuido a la capacidad de las empresas para emitir bonos y a la profundización del mercado de valores de renta fija privada. No obstante, no parece que el CSPP haya provocado de manera directa un aumento de las emisiones por parte de emisores nuevos o poco frecuentes de la zona del euro (véase gráfico F).

### Gráfico F

Emisiones de bonos por parte de emisores poco frecuentes del sector de sociedades no financieras de la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: Dealogic.

Notas: Los emisores poco frecuentes del sector de sociedades no financieras de la zona del euro se definen como empresas que no han emitido bonos en los cinco años naturales anteriores. Los datos correspondientes a 2017 abarcan el período comprendido entre el 1 de enero y el 7 de junio. Los datos incluyen todas las sociedades no financieras de la zona con calificación crediticia o sin ella que realizan emisiones en euros.

**En general, la tasa de crecimiento interanual de las emisiones de bonos corporativos ha aumentado desde la primavera de 2016 y se situó en torno al 10 % en los primeros meses de 2017.** Las emisiones de estos valores por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementaron especialmente durante el período comprendido entre 2009 y 2010 y en 2013, cuando se utilizaron para sustituir a los préstamos bancarios en un contexto en que la concesión de créditos a este sector por parte de las entidades de crédito había disminuido. En cambio, el crecimiento de las emisiones observado recientemente se ha producido en un entorno de aumento de los préstamos bancarios y, por lo tanto, ha servido como complemento del crédito bancario para respaldar la financiación del sector de sociedades no financieras (véase gráfico G).

### Gráfico G

#### Cambios en las fuentes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentaje; tasa de variación interanual)

- Préstamos a sociedades no financieras
- Deuda a largo plazo emitida por sociedades no financieras



Fuente: BCE.

Notas: Los datos incluyen las emisiones de deuda y los préstamos denominados en euros concedidos a todas las sociedades no financieras de la zona del euro incluidas en las estadísticas de emisiones de valores del BCE y en las estadísticas de las IFM (instituciones financieras monetarias). La última observación relativa a las estadísticas de valores del BCE corresponde a marzo de 2017, y, en el caso de las estadísticas de las IFM, a abril de 2017.

**El CSPP también ha beneficiado a empresas que no recurren a la financiación en los mercados de capitales.** Este es el caso especialmente de las pequeñas y medianas empresas (pymes), ya que las favorables condiciones en los mercados de renta fija han generado efectos de contagio positivos que han contribuido a la concesión de crédito bancario a través de diversos canales. Por ejemplo, cuando las grandes empresas se financian de manera creciente mediante emisiones de bonos (en lugar de solicitar préstamos bancarios) se libera capacidad en los balances de las entidades de crédito para una posible financiación de las pymes. Los resultados de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas de la zona del euro correspondiente al período comprendido entre octubre de 2016 y marzo de 2017 confirman que las pymes continuaron beneficiándose de la mayor disponibilidad de préstamos bancarios a tipos de interés más bajos que los indicados en la encuesta anterior.

### 3

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 25 de enero y el 2 de mayo de 2017

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el primer y el segundo período de mantenimiento de reservas de 2017, comprendidos entre el 25 de enero y el 14 de marzo de 2017 y entre el 15 de marzo y el 2 de mayo de 2017, respectivamente.** Durante estos períodos, 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 29 de marzo se liquidó la cuarta 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) y proporcionó 233,4 mm de euros a los 474 participantes. El nivel de participación fue significativamente superior a las expectativas del mercado y se debió, principalmente, a los precios atractivos y al hecho de que esta operación fue la última de la serie. La liquidez injectada por la operación solo fue ligeramente compensada con los reembolsos voluntarios en relación con la primera y segunda operación de la primera serie de TLTRO (TLTRO-I), que absorbieron 16,7 mm de euros. Como resultado de esa inyección neta de liquidez de 216,7 mm de euros, el saldo vivo total de los dos programas de operaciones TLTRO aumentó hasta situarse en 761,7 mm de euros al final del período analizado. La liquidación de la cuarta operación TLTRO-II coincidió con un descenso del volumen medio adjudicado en las OPF, que disminuyó 10,5 mm de euros hasta los 23,8 mm de euros, con respecto al séptimo y octavo período de mantenimiento de 2016.

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 al mes, en promedio, hasta marzo de 2017, que se reducirán a 60 mm de euros al mes a partir de abril de 2017.

### Necesidades de liquidez

**En el período de referencia, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario de la zona del euro, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.086,2 mm de euros, lo que representa un incremento de 93 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2016).** Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles casi exclusivamente al aumento de 90,6 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra récord de 965,7 mm de euros durante el período analizado, mientras que las exigencias

de reservas mínimas se incrementaron solo marginalmente, en 2,5 mm de euros, hasta situarse en 120,5 mm de euros.

**El crecimiento observado en los factores autónomos agregados fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de absorción de liquidez.** Los depósitos de las Administraciones Públicas fueron los que más contribuyeron, con un incremento de 19,1 mm de euros, hasta situarse en 171,1 mm de euros, en promedio, en el período analizado. Otros factores autónomos también registraron, en promedio, un ascenso de 15,7 mm de euros, y se situaron en 698 mm de euros. La demanda media de billetes creció solo 4,1 mm de euros, hasta los 1.146,6 mm de euros, y se estabilizó tras el incremento habitual al final del año.

## Cuadro

### Situación de liquidez del Eurosistema

	25 de enero de 2017 a 2 de mayo de 2017	26 de octubre de 2016 a 24 de enero de 2017	Segundo periodo de mantenimiento de 2017	Primer periodo de mantenimiento de 2017
<b>Pasivo: necesidades de liquidez (medias; mm de euros)</b>				
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.983,7</b>	<b>(+39,0)</b>	<b>1.944,8</b>	<b>2.014,9</b>
Billetes en circulación	1.114,6	(+4,1)	1.110,5	1.118,4
Depósitos de las AAPP	171,1	(+19,1)	152,0	182,0
Otros factores autónomos	698,0	(+15,7)	682,3	714,6
<b>Cuentas corrientes</b>	<b>1.021,0</b>	<b>(+153,2)</b>	<b>867,8</b>	<b>1.081,1</b>
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>635,1</b>	<b>(+80,0)</b>	<b>555,1</b>	<b>670,6</b>
Exigencias de reservas mínimas	120,5	(+2,5)	118,0	120,6
Facilidad de depósito	514,6	(+77,5)	437,1	550,0
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	-	(+0,0)	-	(+0,0)
<b>Activo: oferta de liquidez (medias; mm de euros)</b>				
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.018,3</b>	<b>(-51,7)</b>	<b>1.070,0</b>	<b>1.014,7</b>
Activos exteriores netos	670,5	(-11,1)	681,5	678,6
Activos netos denominados en euros	347,8	(-40,6)	388,4	336,2
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>2.501,3</b>	<b>(+321,2)</b>	<b>2.180,1</b>	<b>2.631,5</b>
Operaciones de mercado abierto	2.501,0	(+321,1)	2.179,9	2.631,2
Operaciones de subasta	654,6	(+91,4)	563,2	725,9
OPF	23,8	(-10,5)	34,3	18,5
Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses	8,2	(-5,0)	13,3	7,4
Primera serie de OFPML con objetivo específico (TLTRO-I)	32,5	(-14,7)	47,2	26,5
Segunda serie de OFPML con objetivo específico (TLTRO-II)	590,1	(+121,6)	468,5	673,5
Carteras en firme	1.846,4	(+229,7)	1.616,7	1.905,3
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	10,3	(-2,8)	13,1	9,6
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	6,4	(-0,6)	7,0	6,1
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	213,3	(+10,5)	202,7	215,3
Programa para los mercados de valores	99,5	(-2,7)	102,2	99,3
Programa de compras de bonos de titulización de activos	23,8	(+1,4)	22,4	24,1
Programa de compras de valores públicos	1.422,0	(+200,8)	1.221,2	1.473,5
Programa de compras de bonos corporativos	71,1	(+23,1)	48,0	77,5
Facilidad marginal de crédito	0,3	(+0,1)	0,2	0,3
<b>Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)</b>				
Necesidades de liquidez agregadas	1.086,2	(+93,0)	993,2	1.121,1
Factores autónomos <sup>1</sup>	965,7	(+90,6)	875,2	1.000,5
Exceso de liquidez	1.414,8	(+228,1)	1.186,7	1.510,2
<b>Evolución de los tipos de interés (medias; porcentajes)</b>				
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	0,00
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	0,25
Facilidad de depósito	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40
Eonia	-0,354	(-0,004)	-0,350	-0,356

Fuente: BCE.

Notas: 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».

**Además, los factores autónomos de inyección de liquidez disminuyeron durante el período considerado, como resultado del descenso continuado de los activos netos denominados en euros y una ligera caída de los activos**

**extiores netos.** Los activos netos denominados en euros cayeron hasta situarse, en promedio, en 347,8 mm de euros, 40,6 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. Asimismo, se registró un avance en los pasivos mantenidos por instituciones oficiales extranjeras en los bancos centrales nacionales. Los activos exteriores netos disminuyeron, en promedio, 11,1 mm de euros, hasta situarse en 670,5 mm de euros.

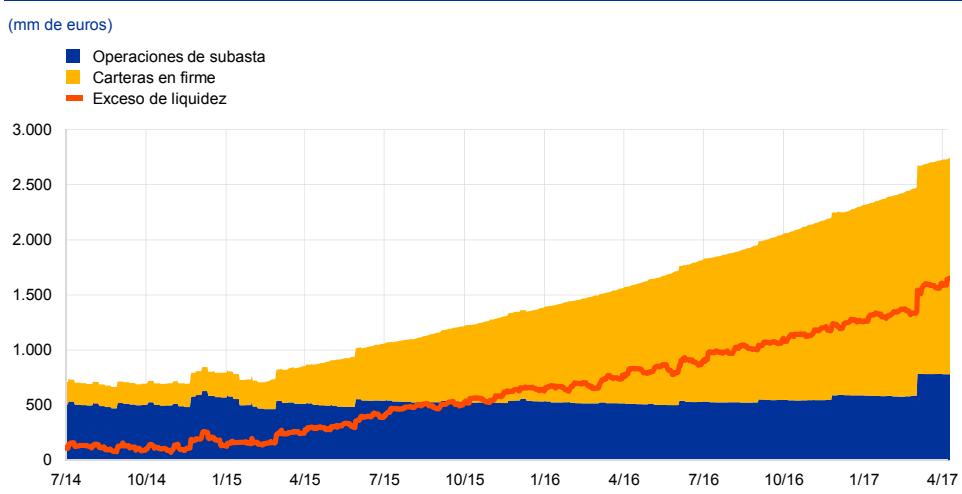
**La volatilidad de los factores autónomos se mantuvo en niveles elevados que prácticamente no variaron con respecto al período de referencia anterior.** La volatilidad reflejó, principalmente, las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los activos netos denominados en euros.

### 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 321,1 mm de euros, hasta situarse en 2.501 mm de euros al final del período (véase gráfico).** Este ascenso se debió, principalmente, al APP ampliado del BCE y a la cuarta operación TLTRO-II, que se liquidó por un importe de 233,4 mm de euros el 29 de marzo de 2017.

#### Gráfico

##### Evolución de los instrumentos de política monetaria y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta se incrementó en 91,4 mm de euros, hasta situarse en 654,6 mm de euros.** El aumento de la liquidez inyectada con las TLTRO compensó con creces la disminución de la liquidez proporcionada mediante las operaciones regulares. La liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo, en promedio, en 10,5 mm de euros y 5 mm de euros, respectivamente, mientras que el saldo vivo

de las TLTRO se incrementó, en promedio, 106,9 mm de euros, debido al efecto neto de la liquidación de la cuarta TLTRO-II y de los reembolsos anticipados voluntarios de la financiación obtenida en la primera y la segunda operación de la serie TLTRO-I.

**La liquidez media proporcionada por el APP aumentó en 229,7 mm de euros, hasta situarse en 1.846,4 mm de euros, principalmente como consecuencia del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés).** La liquidez media inyectada a través del PSPP, 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 promedio, en 200,8 mm de euros, 10,5 mm de euros, 1,4 mm de euros y 23,1 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 6,1 mm de euros en total.

## Exceso de liquidez

**Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó en 228,1 mm de euros y se situó en 1.414,8 mm de euros en el período analizado (véase gráfico).** La mayor parte de este aumento se produjo en el segundo período de mantenimiento de 2017, cuando el exceso medio de liquidez registró un alza de 190,7 mm de euros como consecuencia de la liquidez proporcionada por la cuarta operación de la serie TLTRO-II. Al mismo tiempo, desde abril de 2017, el objetivo establecido para el promedio de adquisiciones mensuales de activos realizadas en el contexto de los programas de compras se redujo a 60 mm de euros. El incremento más limitado de 84,9 mm de euros registrado en el primer período de mantenimiento obedeció fundamentalmente a la evolución de la liquidez proporcionada por compras simples, que aumentó 116,6 mm de euros, pero fue parcialmente contrarrestada por una disminución de los factores autónomos de inyección de liquidez por valor de 20,2 mm de euros.

El aumento del exceso de liquidez se tradujo en un incremento de 153,2 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, hasta situarse en 1.021 mm de euros en el período analizado, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito volvió a registrar un ascenso de 77,5 mm de euros, hasta situarse en 514,6 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, mientras que en el segmento de operaciones con garantía los tipos aplicados en determinadas cestas de activos de garantía incluso cayeron por debajo de ese nivel.** En el mercado de operaciones sin garantías, el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en el –0,354 %, ligeramente por debajo de un nivel medio del –0,350 % en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó dentro

de una banda relativamente estrecha, con un máximo del –0,345 % el último día de enero y el último de febrero de 2017 y un mínimo histórico del –0,363 % en el período previo al final de abril. Asimismo, en el mercado de operaciones con garantías, los tipos repo medios a un día del mercado GC Pooling<sup>13</sup> descendieron ligeramente, hasta situarse en el –0,423 % y el –0,403 % para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, lo que supone, respectivamente, una disminución de 0,018 y 0,005 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior.

El descenso registrado al final del trimestre, en marzo, en los tipos repo principales fue menos pronunciado que el observado al final del año. Esto puede considerarse una indicación de que los participantes en los mercados se prepararon antes, y en mayor medida, para hacer frente a la escasez de activos de garantía. Asimismo, esta evolución podría reflejar efectos positivos del uso de efectivo como garantía en las operaciones de préstamo de valores efectuadas en el marco del PSPP.

---

<sup>13</sup> El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

## 4

## Evolución reciente de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro

Desde el inicio de la década, el saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ha aumentado de forma continua desde una posición bastante equilibrada hasta alcanzar un superávit. En 2016, el superávit se estabilizó ligeramente por encima del 3 % del PIB. En este recuadro se analizan los principales factores determinantes de esta evolución.

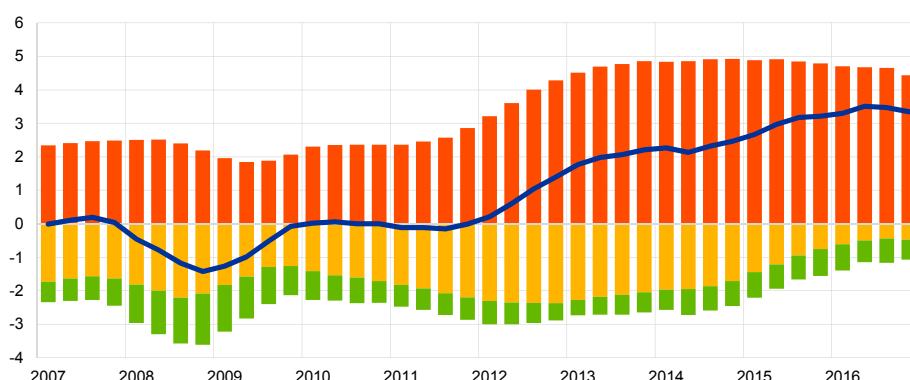
**En 2016, la zona del euro registró un superávit por cuenta corriente del 3,3 % del PIB, levemente por encima del 3,2 % contabilizado en 2015. Los déficits de la balanza energética y de la balanza de rentas se contrajeron de forma moderada, al tiempo que el superávit de la balanza no energética siguió reduciéndose (véase gráfico A).** El reducido incremento observado en el superávit por cuenta corriente en 2016 oculta el hecho de que el superávit empezó a descender en el segundo semestre del año (en media de cuatro trimestres), cuando los precios del petróleo se recuperaron ligeramente. Esta evolución contrasta con el período comprendido entre mediados de 2014 y mediados de 2016, cuando la reducción del déficit energético, debida a la caída de los precios del crudo, explicó casi por completo la ampliación del superávit por cuenta corriente de la zona del euro<sup>14</sup>.

**Gráfico A**

Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

(en porcentaje del PIB, medias de cuatro trimestres)

- Balanza por cuenta corriente
- Balanza energética
- Balanza no energética
- Balanza de rentas



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La balanza de rentas incluye las balanzas de rentas primaria y secundaria. La desagregación de la balanza de bienes en sus componentes energético y no energético se basa en las estadísticas de comercio exterior de Eurostat. La balanza no energética incluye los servicios. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2016.

**En 2016, las importaciones y las exportaciones de la zona del euro disminuyeron, en términos de PIB, como consecuencia de la evolución de los precios, que compensó con creces un aumento del volumen del comercio**

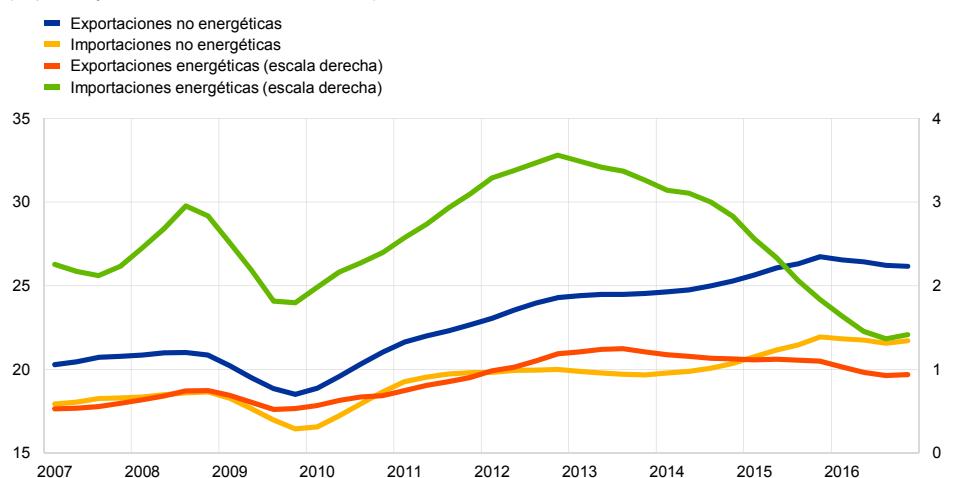
<sup>14</sup> Véase también el artículo titulado «El impacto del descenso de los precios del petróleo sobre el superávit por cuenta corriente de la zona del euro», Boletín Económico, número 2, BCE, 2016.

**(véase gráfico B).** El retroceso del comercio en términos nominales en relación con el PIB se debió a la caída de los precios de importación y de exportación, mientras que el deflactor del PIB se incrementó en 2016<sup>15</sup>. No obstante, en términos reales, el comercio de la zona del euro avanzó con más rapidez que el PIB, creciendo las importaciones y las exportaciones un 4 % y un 2,9 %, respectivamente, mientras que el PIB real creció un 1,7 %. El sólido crecimiento del comercio, en términos reales, es coherente con la actual recuperación de la zona del euro y de la economía mundial. Dado que la caída de los flujos comerciales en términos nominales en relación con el PIB fue más pronunciada para las exportaciones que para las importaciones, el superávit comercial de la zona del euro se redujo levemente.

### Gráfico B

#### Detalle de las exportaciones y de las importaciones de la zona del euro

(en porcentaje del PIB, medias de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La desagregación de las exportaciones y de las importaciones en componentes energético y no energético se basa en las estadísticas de comercio exterior de Eurostat. El comercio de bienes no energéticos incluye los servicios. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2016.

**Los superávits comerciales de la zona del euro frente a los países de la UE no pertenecientes a la zona y a Estados Unidos disminuyeron alrededor de un 0,1 % del PIB de 2015 a 2016. Por su parte, los déficits con China y Rusia se contrajeron un 0,2 % y un 0,1 % del PIB, respectivamente (véase gráfico C)<sup>16</sup>.** En 2016, el superávit del comercio de la zona del euro frente a países de la UE no pertenecientes a la zona del euro se situó en torno al 2 % del PIB, mientras que el superávit acumulado con Estados Unidos fue de alrededor del 0,9 % del PIB. Ese mismo año, el Reino Unido representó aproximadamente tres cuartas partes del superávit comercial frente a los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Al mismo tiempo, los déficits de la zona del euro frente a China y Rusia fueron del -0,6 % y del -0,2 % del PIB, respectivamente.

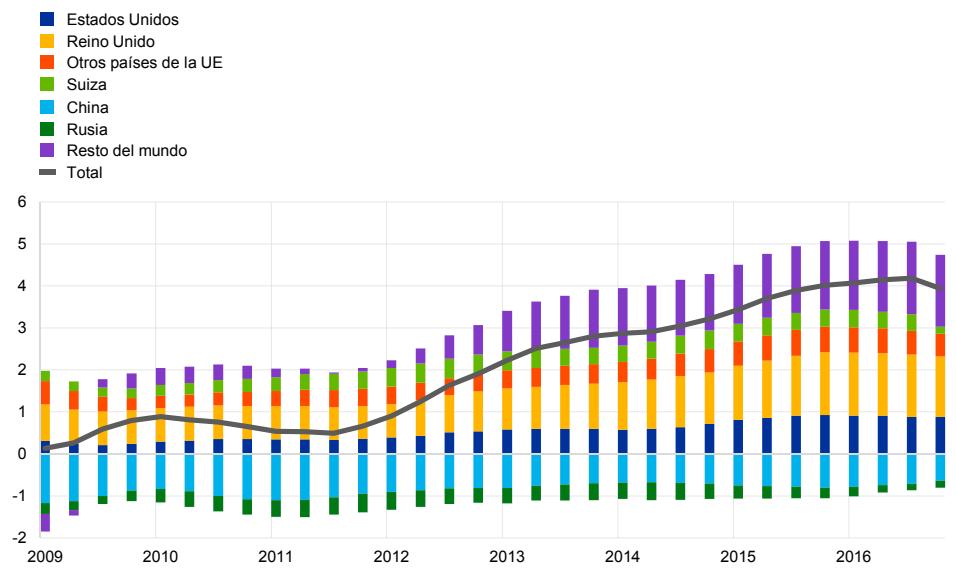
<sup>15</sup> Según datos de contabilidad nacional, en 2016 los precios de importación y de exportación de la zona del euro registraron un descenso del 2,4 % y del 1,3 %, respectivamente, mientras que el deflactor del PIB aumentó un 0,9 %.

<sup>16</sup> El análisis se centra en la balanza comercial, ya que la desagregación geográfica no está disponible para la balanza por cuenta corriente total.

### Gráfico C

#### Desagregación geográfica de la balanza comercial de la zona del euro

(en porcentaje del PIB, medias de cuatro trimestres)



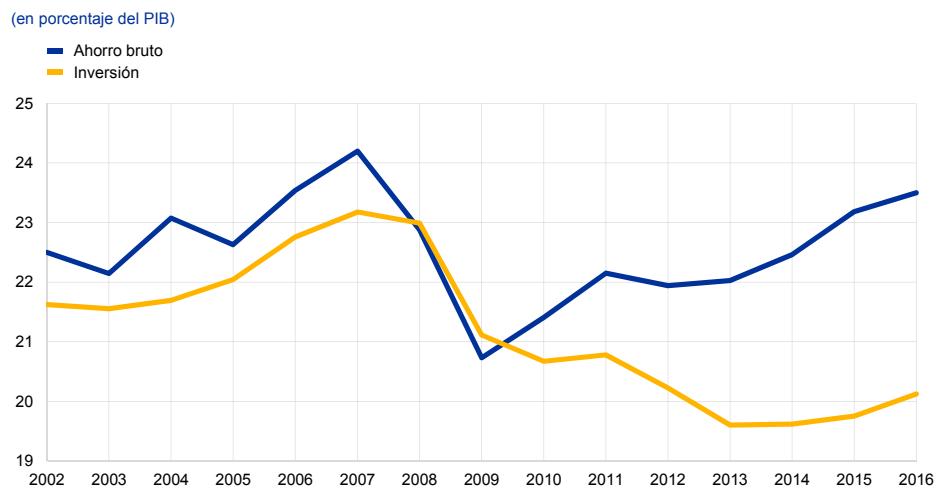
Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: «Otros países de la UE» incluye los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excluido el Reino Unido. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2016.

**Desde una perspectiva de ahorro-inversión, la estabilización de la balanza por cuenta corriente en 2016 refleja un repunte de la inversión que compensó ampliamente el continuo crecimiento del ahorro bruto (véase gráfico D).** Según una identidad contable básica, la balanza por cuenta corriente se corresponde en líneas generales con la diferencia entre el ahorro interno y la inversión, es decir, la capacidad o la necesidad de financiación. La ampliación de la capacidad de financiación de la zona del euro en años anteriores reflejó un aumento sostenido del ahorro bruto y una débil inversión (en relación con el PIB). Sin embargo, desde que la actividad económica comenzó a recuperarse en 2013, tanto el ahorro como la inversión, en términos de PIB, se han incrementado. Actualmente, el sector privado registra una posición acreedora neta, mientras que el sector público tiene una posición deudora neta, que, sin embargo, se ha reducido significativamente en los últimos años.

## Gráfico D

### Ahorro bruto e inversión en la zona del euro



Fuente: Comisión Europea.

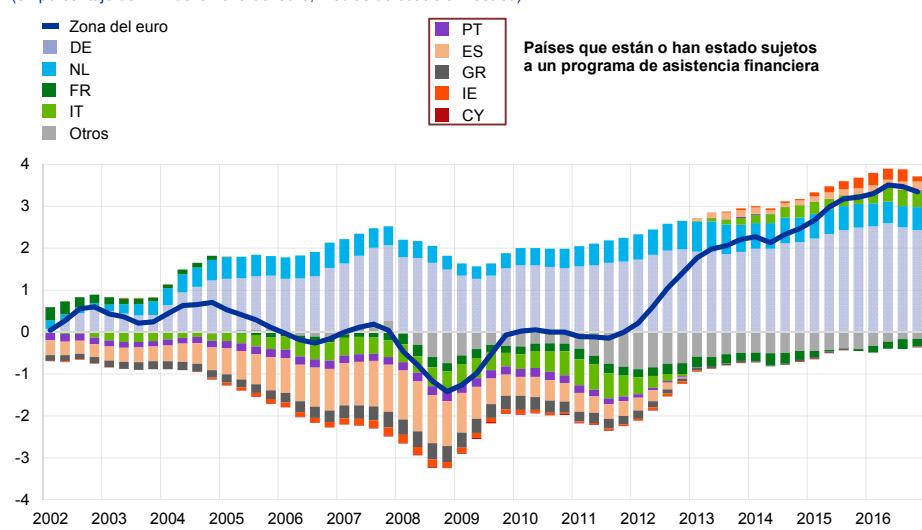
Nota: La última observación corresponde a 2016.

**Alemania fue el país que más contribuyó al superávit por cuenta corriente de la zona del euro en 2016, aunque las contribuciones de otros países también fueron significativas (véase gráfico E).** En 2016, el superávit por cuenta corriente de Alemania se situó en el 2,4 % del PIB de la zona del euro, seguido de los Países Bajos (0,6 %), mientras que las aportaciones positivas de Italia, España e Irlanda se situaron entre el 0,1 % y el 0,4 % del PIB de la zona del euro. En cambio, Francia registró un déficit por cuenta corriente del 0,2 % del PIB de la zona.

## Gráfico E

### Balanza por cuenta corriente de la zona del euro y de algunos países de la zona

(en porcentaje del PIB de la zona del euro, medias de cuatro trimestres)



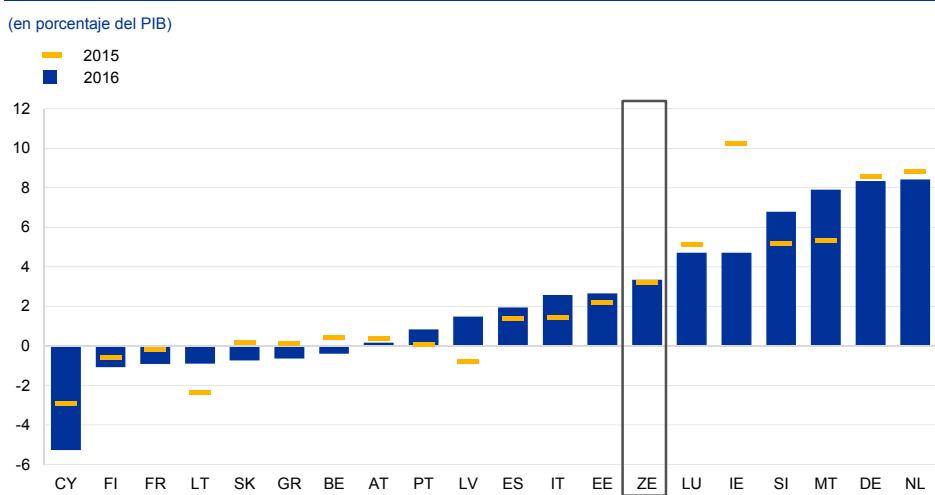
Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La segunda columna muestra los países que están o han estado sujetos a un programa de asistencia financiera. «Otros» incluye los países de la zona del euro que no figuran en el gráfico y una discrepancia estadística para explicar que los datos a nivel de países no siempre suman lo mismo que el agregado de la zona. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2016.

**A nivel de países de la zona del euro, la evolución de la balanza por cuenta corriente en 2016 fue relativamente heterogénea (véase gráfico F).** Durante el proceso de ajuste externo de los últimos años se han observado correcciones significativas en los países de la zona del euro que registraron importantes déficits por cuenta corriente antes de la crisis financiera mundial y, en muchos casos, esos déficits se han convertido en superávits. En 2016, las mejoras más notables registradas en la balanza por cuenta corriente en comparación con 2015 se observaron en Malta y Letonia, mientras que los superávits de Eslovenia, Italia, Portugal, España y Estonia también siguieron aumentando. El deterioro de la balanza por cuenta corriente más pronunciado, aunque partía de un superávit elevado, se registró en Irlanda, seguida de Chipre, cuyo déficit fue cada vez mayor. Los abultados y persistentes superávits por cuenta corriente de Alemania, los Países Bajos y Luxemburgo se redujeron ligeramente en 2016.

#### Gráfico F

##### Balanzas por cuenta corriente de la zona del euro y de los países de la zona



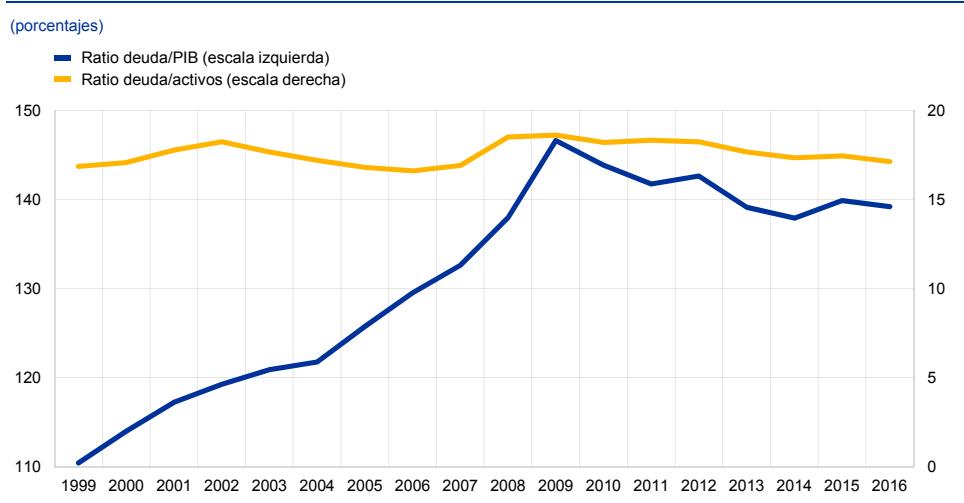
Fuentes: BCE y Eurostat.

## 5

# Endeudamiento y desapalancamiento del sector privado en los países de la zona del euro

**Los crecientes niveles de deuda del sector privado en relación con el PIB han caracterizado a muchos países de la zona del euro antes de la crisis.** En el período que precedió a la crisis financiera, el vigoroso crecimiento de la demanda y el auge crediticio asociado llevaron a acumular grandes volúmenes de deuda interna en varios países de la zona del euro. La deuda del sector privado (es decir, deuda de los hogares y de las sociedades no financieras)<sup>17</sup> del conjunto de la zona pasó del 110 % del PIB en 1999 al 147 % del PIB en 2009 (véase gráfico A). El aumento experimentado desde 1999 hasta que se registró el máximo fue significativamente más elevado en el grueso de los países de la zona del euro que en el conjunto de la zona (véase gráfico B). La ratio deuda del sector privado/PIB solo ha seguido una senda a la baja desde 1999 en Alemania. Esta ratio, que puede considerarse un indicador de la capacidad de pago de la deuda a medio y largo plazo, mostró una clara tendencia al alza antes de 2009. No obstante, esta tendencia es mucho menos evidente si se considera la deuda en porcentaje de los activos totales (ratio de apalancamiento), que, durante el período de expansión anterior a la crisis, no señaló una posible acumulación de sobreendeudamiento. La ratio de apalancamiento se mide en función de los precios de mercado de los activos, y la evolución de estos precios ha ocultado, en parte, la vulnerabilidad asociada al incremento del endeudamiento. En este recuadro se analiza la evolución reciente del endeudamiento y del desapalancamiento del sector privado, con especial énfasis en la relación entre la deuda y el PIB como indicador.

**Gráfico A**  
Deuda privada de la zona del euro



Fuente: Eurostat.

Nota: Los activos totales incluyen activos financieros y no financieros (patrimonio inmobiliario y activos fijos de sociedades no financieras).

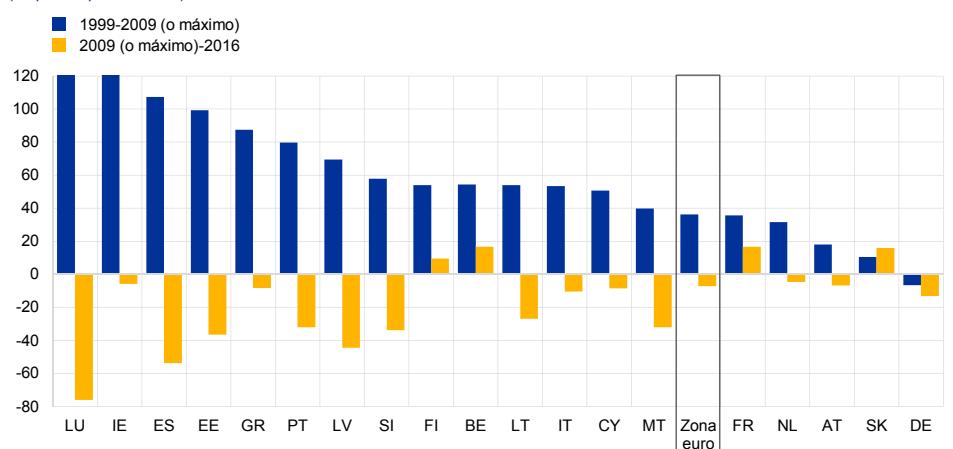
<sup>17</sup> En este recuadro, la deuda del sector privado se define como la suma de los préstamos totales concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras, netos de préstamos intrasectoriales y de valores representativos de deuda emitidos por sociedades no financieras. La definición utilizada se corresponde con la adoptada en el cuadro de indicadores del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico. Esta definición no incluye los derechos de pensión. La deuda del sector privado del conjunto de la zona del euro en 2016 ascendió al 143 % del PIB, incluidos los derechos de pensión, y al 139 % del PIB, excluidos dichos derechos.

**Desde que alcanzó su máximo en 2009, la deuda del sector privado en porcentaje del PIB ha seguido una ligera tendencia a la baja en el conjunto de la zona del euro.** La deuda del sector privado cayó desde el 147 % del PIB en 2009 hasta el 139 % en 2016. Este descenso relativamente modesto oculta diferencias significativas entre países. En aquellos altamente endeudados, las ratios de deuda del sector privado en relación con el PIB han disminuido considerablemente desde su máximo. Esta disminución ha sido muy notable en España (54 puntos porcentuales desde el máximo de 2009, que es la mitad del incremento registrado en los diez años anteriores), y también ha sido considerable en Estonia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Portugal y Eslovenia (véase gráfico B). En cambio, otros países altamente endeudados (con ratios de deuda del sector privado/PIB por encima del 200 %), como Irlanda, Chipre y los Países Bajos, no han registrado ningún descenso importante en sus ratios. La deuda del sector privado en relación con el PIB ha crecido de forma continuada en los últimos 18 años en Bélgica, Francia, Eslovaquia y Finlandia.

#### Gráfico B

##### Variación de las ratios de deuda del sector privado/PIB

(en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Notas: La barra azul está truncada para Luxemburgo (LU) (157 puntos porcentuales) e Irlanda (IE) (136 puntos porcentuales). El máximo se registró en 2009 en Estonia (EE), España (ES), Lituania (LT), Malta (MT), Países Bajos (NL), Austria (AT) y Portugal (PT); en 2007, en Luxemburgo (LU); en 2010, en Letonia (LV) y Eslovenia (SI); en 2012, en Irlanda, Grecia (GR) e Italia (IT); y, en 2014 en Chipre (CY).

**Incluso después del ajuste posterior a la crisis, las ratios de deuda del sector privado en relación con el PIB han sido muy heterogéneas en los distintos países de la zona del euro.** El gráfico C muestra que las ratios de deuda del sector privado a finales de 2016 oscilaban entre alrededor del 50 % del PIB y el 350 % del PIB. Estas ratios se sitúan por encima del 100 % del PIB en la mayoría de los países, y el umbral del cuadro de indicadores del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico (133 % del PIB) se supera en diez países de la zona del euro (véase gráfico C). Aunque este umbral es un indicador puramente estadístico<sup>18</sup>, que no tiene en cuenta las variables económicas fundamentales, señala que en algunos países la necesidad de desapalancamiento podría seguir existiendo. Cabe señalar

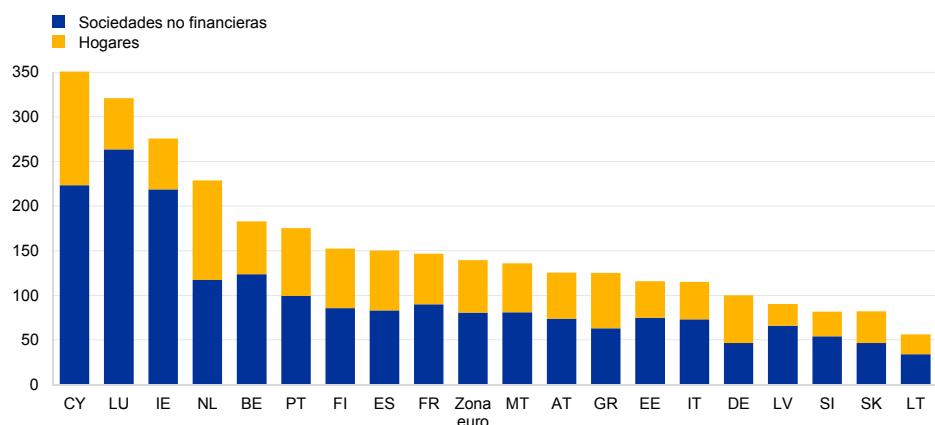
<sup>18</sup> El umbral se calcula como el punto de cierre del tercer cuartil de la distribución de la deuda privada en la UE en el período 1995-2007.

que, para realizar una valoración concluyente del grado de desapalancamiento preciso, también habría que llevar a cabo un análisis complementario de la distribución de la deuda entre los hogares y las sociedades no financieras, junto con sus características subyacentes respectivas.

### Gráfico C

#### Deuda de las sociedades no financieras y los hogares (2016)

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

Nota: La deuda total (de las sociedades no financieras y de los hogares) de Chipre (CY) se sitúa en el 350,6 %.

**La desagregación de la deuda entre hogares y sociedades no financieras (SNF) muestra que la proporción de la deuda de estas últimas es más elevada, en general.** Hay tres excepciones: Alemania, donde la proporción de la deuda de los hogares es mayor que la de las SNF, y Grecia y los Países Bajos, donde la proporción de la deuda de cada sector es similar. La ratio de deuda de las SNF/PIB es muy alta en Irlanda, Chipre y Luxemburgo. Sin embargo, en estos países, el valor de la deuda de las SNF se ve particularmente afectado por el significativo volumen de préstamos transfronterizos interempresariales.

**Cada vez es más abundante la literatura empírica que muestra que unos niveles elevados de deuda del sector privado pueden tener efectos adversos significativos en la evolución económica futura.** Aunque el endeudamiento privado, en niveles moderados, ayuda a suavizar el consumo y a aumentar el crecimiento económico, su incremento excesivo a medio plazo puede afectar a la acumulación de capital y traducirse en un crecimiento económico más bajo<sup>19</sup>. La explicación de este fenómeno es que la inversión disminuye cuando las empresas necesitan ingresos para reembolsar su deuda, y el consumo privado también se reduce cuando las familias sobreendeudadas necesitan aumentar el ahorro para atender al pago de su deuda. Además, el crédito bancario sufre, dado que el elevado endeudamiento del sector privado suele llevar aparejado un aumento de los préstamos dudosos que suele minar los colchones de capital de las entidades de

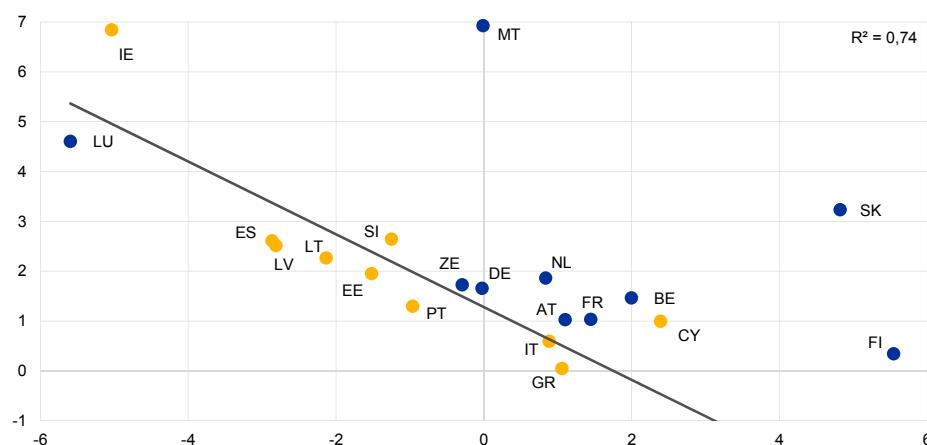
<sup>19</sup> Véase S. C. Myers, «Determinants of Corporate Borrowing», *Journal of Financial Economics*, vol. 5, número 2, 1977, pp. 145-175.

crédito<sup>20</sup>. Algunos análisis empíricos muestran que estos efectos adversos se producen solo cuando se supera un determinado umbral<sup>21</sup>. También hay evidencia de que las demoras en abordar el sobreendeudamiento pueden generar tasas de salida de las empresas más bajas, afectando significativamente al grado de reasignación del capital y del trabajo entre empresas y sectores, lo que, a medio plazo, reduce la productividad agregada de la economía<sup>22</sup>. Por tanto, es importante vigilar la evolución del endeudamiento del sector privado, el riesgo de sobreendeudamiento y cualquier consecuencia asociada a la necesidad de un desapalancamiento significativo.

#### Gráfico D

#### Evolución del crédito (2008-2013) y evolución posterior del PIB real per cápita (2013-2016)

(eje de abscisas: crecimiento medio del crédito al sector privado en 2008-2013; eje de ordenadas: crecimiento medio del PIB real en 2013-2016)



Fuente: Eurostat.

Notas: Para Irlanda (IE), el crecimiento del PIB real se calcula como la media de 2013-2014 y de 2016, es decir, 2015 se excluye de la media por distorsiones estadísticas. Los puntos amarillos se utilizan para señalar los países que sufrieron ajustes importantes durante el período comprendido entre 2008 y 2010. Incluyen a aquellos países de la zona del euro con CDS medios durante el período 2008-2010 superiores a 150 pb. ZE se refiere a la zona del euro.

**El proceso de desapalancamiento en los países de la zona del euro ha sido el resultado de dos factores: el crecimiento del PIB nominal y la reducción de la deuda privada.** La evidencia empírica muestra que los procesos de desapalancamiento rápidos y tempranos tienden a conllevar ganancias de producción a medio plazo<sup>23</sup>. Esta parece ser también la experiencia de la zona del euro, donde los episodios de desapalancamiento de este tipo (como en Estonia, Irlanda, España, Letonia, Lituania y Eslovenia) han llevado aparejado un crecimiento del PIB real per cápita más elevado posteriormente (véase gráfico D). El gráfico E

<sup>20</sup> Véase A. R. Mian, A. Sufi, y E. Verner, «Household debt and business cycles worldwide», National Bureau of Economic Research Working Papers n.º 21581, publicado en septiembre de 2015.

<sup>21</sup> Véase S. Cecchetti, M. Mohanty y F. Zampolli, «The real effects of debt», BIS Working Papers n.º 352, septiembre de 2011.

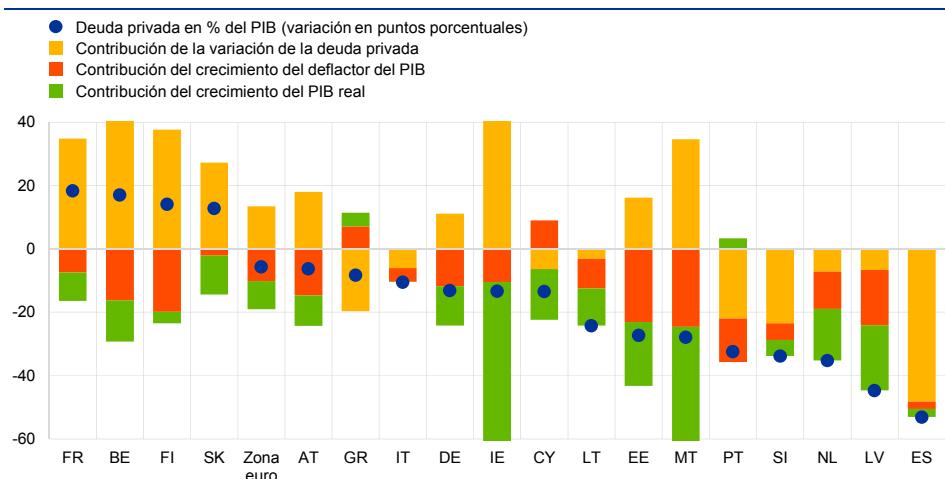
<sup>22</sup> Véanse F. Schivardi, E. Sette y G. Tabellini, «Credit Misallocation During the European Financial Crisis», Centre for Economic Policy Research Discussion Paper, n.º DP11901, marzo de 2017, y M. A. McGowan, D. Andrews y V. Millot, «The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries», OECD Working Papers n.º 1372, enero de 2017.

<sup>23</sup> Véase S. Chen, M. Kim, M. Otte, K. Wiseman y A. Zdzienicka, «Private sector deleveraging and growth following busts», IMF Working Papers n.º 15/35, febrero de 2015.

muestra que en cuatro países (Grecia, España, Portugal y Eslovenia) el proceso de desapalancamiento se ha producido, principalmente, mediante la reducción de la deuda nominal, es decir, mediante reembolsos o saneamientos de deuda. En cinco países (Italia, Chipre, Letonia, Lituania y los Países Bajos) ha ocurrido como consecuencia de una combinación de disminución de la deuda nominal y de aumento del PIB nominal. En otros cinco países (Alemania, Estonia, Irlanda, Malta y Austria), el desapalancamiento se vio impulsado exclusivamente por el crecimiento del PIB nominal. El gráfico también muestra que la evolución desfavorable del PIB nominal dificultó el proceso de reducción de la deuda en Grecia, Chipre y Portugal.

#### Gráfico E

Desglose de las variaciones en la ratio de deuda del sector privado/PIB desde su máximo hasta el cuarto trimestre de 2016



Fuente: Eurostat.

Notas: El máximo en la zona del euro, Estonia (EE), España (ES), Lituania (LT), Malta (MT), Países Bajos (NL), Austria (AT) y Portugal (PT) se registró en 2009; en Letonia (LV) y en Eslovenia (SI), en 2010; en Irlanda (IE), Grecia (GR) e Italia (IT), en 2012, y, en Chipre (CY), en 2014. La barra verde está truncada para Irlanda (-86,4 puntos porcentuales) y para Malta (-37,8 puntos porcentuales); la barra amarilla está truncada para Bélgica (BE) (+46,3 puntos porcentuales) y para Irlanda (+83,7 puntos porcentuales).

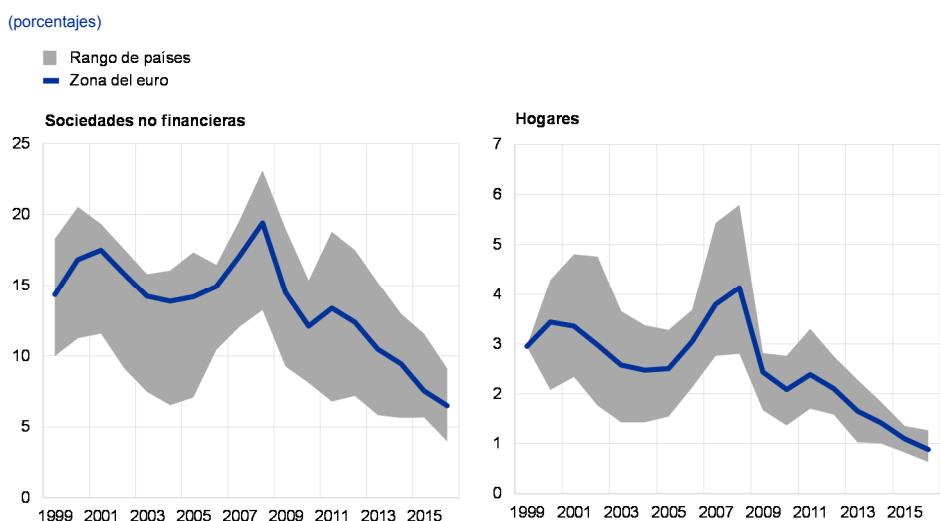
**El actual proceso de desapalancamiento se ha visto respaldado por una reducción significativa de los pagos por intereses.** La estructura de vencimientos y los pagos por intereses miden la carga financiera a corto plazo y, por tanto, pueden facilitar información sobre los riesgos a corto plazo asociados a la capacidad para cumplir el calendario de pagos de la deuda. Aunque en general no se dispone de datos agregados de la estructura de vencimientos media de los préstamos y valores en los sectores de hogares y de empresas, un indicador coyuntural de las dificultades de los prestatarios puede ser la ratio entre los pagos por intereses y las rentas. Este indicador se muestra en el gráfico F, en el que la línea azul representa la ratio media de pagos por intereses en relación con las rentas para la zona del euro, y las zonas sombreadas muestran el rango intercuartil en los distintos países de la zona del euro. Estas ratios, tanto en el caso de los hogares como de las SNF, demuestran una tendencia descendente común, en particular desde 2009. Para el conjunto de la zona del euro, la media de pagos por intereses de los hogares ha descendido del 4,1 % (en 2008) al 0,9 % (en 2016) de la renta bruta disponible, mientras que los pagos por intereses medios de las SNF cayeron del 19,4 % (en 2008) al 6,5 % (en 2016) del excedente bruto de

explotación. Sin embargo, la heterogeneidad entre países difiere entre los dos sectores. Mientras que la diversidad entre países de la carga financiera de los hogares parece haberse reducido desde la crisis, la heterogeneidad de las ratios de pagos por intereses en relación con los ingresos de las SNF continúa siendo relativamente significativa. La mayor diversidad identificada en el caso de las SNF indica que, en los distintos países, la prima de riesgo asociada a la deuda de las SNF actualmente es más elevada que la asociada a la deuda de los hogares.

**De cara al futuro, y dados los elevados niveles de deuda en algunos países, podría seguir siendo necesario el desapalancamiento.** Este recuadro ha mostrado que la recuperación del PIB y el entorno de bajos tipos de interés han ayudado al proceso de desapalancamiento. Este proceso podría continuar impulsado por la expansión del PIB nominal. Desde una perspectiva de las políticas aplicables, la mejora de los mecanismos de gestión de la deuda facilitaría los ajustes de los balances. En concreto, aquellas que tengan por objetivo seguir mejorando los marcos de insolvencias, incluyendo una mayor eficiencia de los procesos judiciales y de los mecanismos extrajudiciales, podrían contribuir significativamente a reducir, de forma rápida y sostenible, la deuda problemática, incrementar la eficiencia de los rescates de las empresas viables y aumentar la recuperación de la deuda por parte de los prestamistas.

#### Gráfico F

Pagos por intereses en relación con las rentas de las sociedades no financieras y de los hogares



Fuente: Eurostat.

Notas: Las rentas se miden como la renta bruta disponible en el caso de los hogares y como el excedente bruto de explotación en el caso de las sociedades no financieras. El rango de países es el rango intercuartil en los distintos países de la zona del euro. No se dispone de datos de los hogares para Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta y Eslovaquia. No se dispone de datos de las sociedades no financieras para Luxemburgo y Malta.

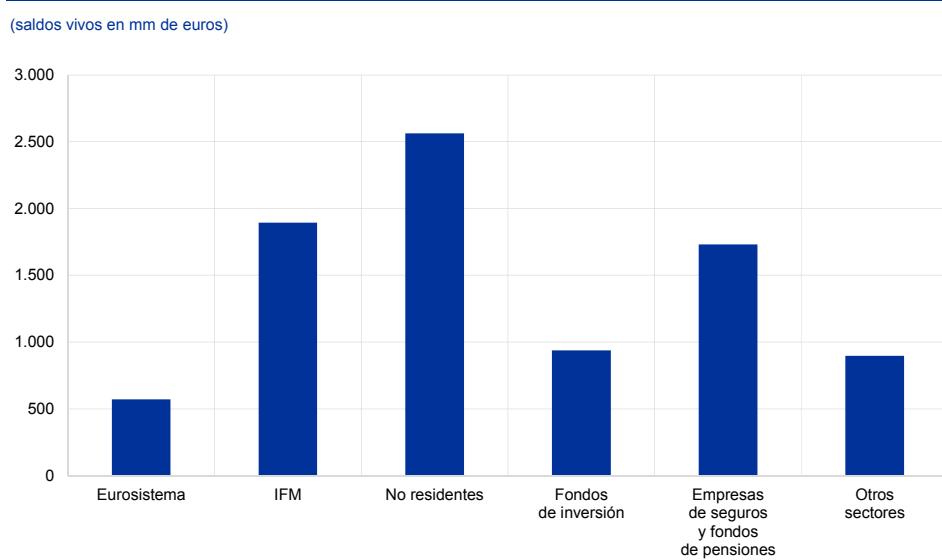
## 6

### ¿Qué sectores han vendido los valores públicos adquiridos por el Eurosistema?

A finales de 2014, justo antes de la puesta en marcha del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés), tres sectores mantenían casi tres cuartas partes del total de valores de deuda pública emitidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro. Los no residentes en la zona del euro, un sector heterogéneo formado fundamentalmente por grandes inversores institucionales (tanto privados como públicos) y por un grupo de participantes en el mercado muy activos, mantenían la proporción más elevada de estos valores, el 30 % de los saldos vivos totales. Las instituciones financieras monetarias (en lo sucesivo, IFM) distintas del Eurosistema tenían el 22 %, y las empresas de seguros y fondos de pensiones, que suelen caracterizarse por realizar inversiones a largo plazo con una marcada preferencia por tramos de vencimiento específicos, tenían el 20 %. Entre los demás sectores, los fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario eran los principales tenedores de valores de deuda pública de la zona del euro, con el 11 % del saldo vivo. El resto se distribuía entre el Eurosistema (7 %) y el conjunto de los demás sectores (hogares, sociedades no financieras e intermediarios financieros que no están clasificados en ninguno de los sectores anteriormente mencionados), que conjuntamente tenían el 10 % restante del total (véase gráfico A).

Gráfico A

Tenencias de valores de deuda pública de la zona del euro por sector antes de la introducción del PSPP (cuarto trimestre de 2014)



Fuente: BCE, datos correspondientes a las cuentas financieras trimestrales.

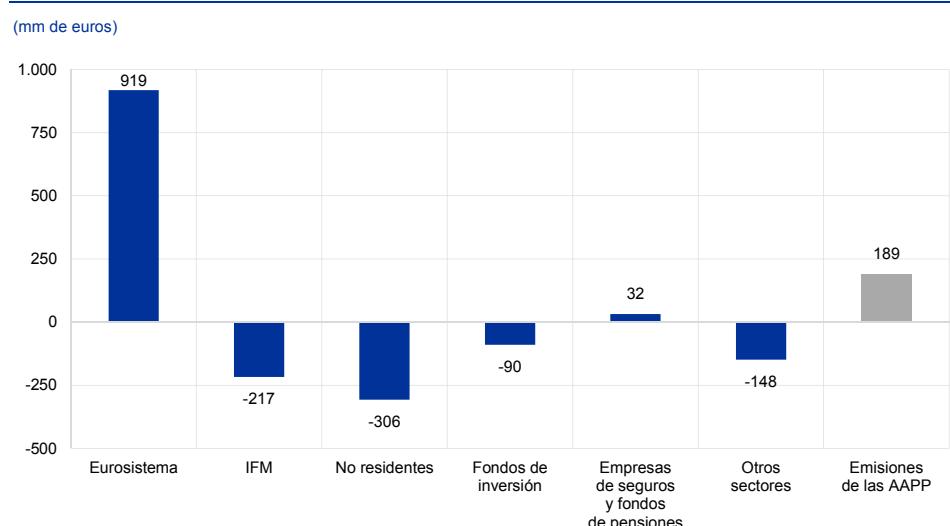
Nota: Al final del cuarto trimestre de 2014, el saldo vivo total de los valores de deuda pública emitidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro ascendía a 8,6 billones de euros.

Si se excluyen los efectos de valoración y de reclasificación, los descensos más pronunciados observados en las tenencias de valores de deuda pública de la zona del euro desde la introducción del PSPP corresponden a los no residentes y a las IFM. Entre el segundo trimestre de 2015 y el cuarto trimestre de

2016, el Eurosistema adquirió valores por un importe neto de 919 mm de euros<sup>24</sup>. Prácticamente todos los demás sectores registraron flujos negativos, y los más elevados correspondieron a los no residentes (-306 mm de euros) y a las IFM (-217 mm de euros) (véase gráfico B). Sin embargo, el análisis de los flujos efectivos no refleja con exactitud cómo han influido las adquisiciones del Eurosistema en el comportamiento de cada sector en lo que respecta a los valores de deuda pública de la zona del euro. Por ejemplo, las empresas de seguros y fondos de pensiones realizaron compras por un importe neto de 32 mm de euros en el período comprendido entre el segundo trimestre de 2015 y el cuarto trimestre de 2016. Esto no significa que el PSPP no afectara a las adquisiciones de valores públicos de este sector, ya que el efecto solo puede calcularse en relación con las adquisiciones que habría efectuado cada sector y con cómo se habrían distribuido las nuevas emisiones de valores de deuda pública entre los sectores si no se hubiera introducido el PSPP.

#### Gráfico B

Flujos netos de valores de deuda pública de la zona del euro por sector entre el segundo trimestre de 2015 y el cuarto trimestre de 2016



Fuente: BCE, datos correspondientes a las cuentas financieras trimestrales.

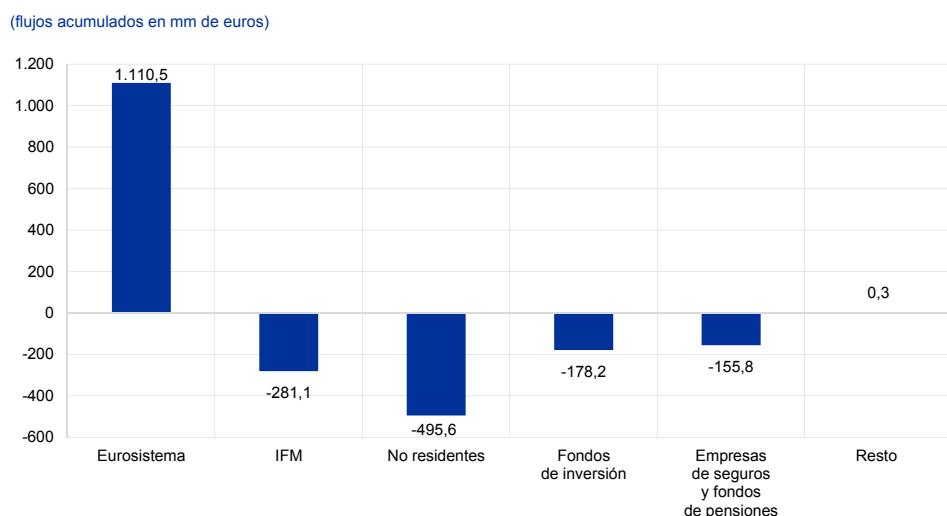
**Según las estimaciones, los no residentes y, en menor medida, las IFM son los sectores que más han reducido sus tenencias de valores de deuda pública en términos absolutos desde la puesta en marcha del PSPP.** Para analizar la respuesta de cada sector a las compras de valores públicos por parte del Eurosistema es necesario, en primer lugar, calcular los flujos netos que se habrían registrado si no se hubiera introducido el PSPP (es decir, los flujos contrafactuales). Para ello se utilizan variables que suelen determinar el comportamiento de cada

<sup>24</sup> Las compras netas de valores públicos por parte del Eurosistema también incluyen amortizaciones en el marco del programa para los mercados de valores y adquisiciones netas en el contexto del Acuerdo sobre activos financieros netos. Además, las compras efectuadas en el marco del PSPP incluyen algunos valores que no figuran en la clasificación estadística de valores de deuda pública. Estos factores explican la discrepancia entre las cifras que se presentan en este recuadro y los datos sobre las compras efectivamente realizadas en el marco del PSPP publicados en el sitio web del BCE.

sector en lo que respecta a las compras, pero sin estar afectadas por el PSPP<sup>25</sup>. El impacto de este programa en las tenencias de valores de deuda pública de cada sector se calcula como la diferencia entre los flujos efectivos y los contrafactuales.

### Gráfico C

Impacto estimado del PSPP sobre las tenencias de valores de deuda pública de la zona del euro por sector (marzo de 2015-marzo de 2017)



Fuentes: Estadísticas del balance de las IFM (para las IFM), estadísticas de fondos de inversión (para los fondos de inversión), cuentas financieras trimestrales (para las empresas de seguros y fondos de pensiones), emisiones de valores de la zona del euro (para las emisiones de deuda pública) y DataStream (para el VIX) (las dos últimas fuentes solo se utilizan al estimar las adquisiciones netas contrafactuales).

Notas: El impacto estimado se calcula como los flujos efectivos menos las adquisiciones netas contrafactuales, basadas en el comportamiento de cada sector en relación con las compras realizadas en el período anterior al PSPP. Los períodos cubiertos son: marzo de 2015-marzo de 2017 (Eurosistema, IFM, no residentes y emisiones de valores de deuda pública), segundo trimestre de 2015-primer trimestre de 2017 (fondos de inversión), y segundo trimestre de 2015-cuarto trimestre de 2016 (empresas de seguros y fondos de pensiones). Los datos se han extrapolado con el fin de cubrir los períodos para los que no se dispone de información: marzo de 2015 para los fondos de inversión, y marzo de 2015 y primer trimestre de 2017 para las empresas de seguros y fondos de pensiones. El resto incluye los demás sectores y discrepancias en los datos.

Los resultados de las estimaciones indican que, entre marzo de 2015 y marzo de 2017, los no residentes redujeron sus tenencias de valores de deuda pública de la zona del euro en 496 mm de euros con respecto a la situación que habría prevalecido si el Eurosistema no hubiese efectuado adquisiciones netas de valores públicos (véase gráfico C). Este importe equivale al 45 % de las compras netas de valores públicos efectuadas por el Eurosistema en el período comprendido entre marzo de 2015 y marzo de 2017. Un cálculo similar indica que las IFM redujeron sus tenencias en una proporción equivalente a alrededor del 25 % (281 mm de euros) de las compras netas realizadas por el Eurosistema. Se estima que los fondos de inversión y las empresas de seguros y planes de pensiones redujeron sus tenencias

<sup>25</sup> Las estimaciones siguen el método utilizado por Joyce *et al.* (M. Joyce, Z. Liu e I. Tonks, «Institutional investors and the QE portfolio balance channel», *Journal of Money, Credit & Banking*, de próxima publicación). Para las IFM y los no residentes, los regresores empleados son las emisiones netas de deuda pública, las adquisiciones netas por parte del Eurosistema antes del PSPP y el VIX, un índice que capta la volatilidad en los mercados internacionales. Para los fondos de inversión y las empresas de seguros y fondos de pensiones se usan variables que muestran el pasivo de los sectores; en concreto, para los fondos de inversión, las emisiones netas de participaciones y, para las empresas de seguros y fondos de pensiones, las reservas técnicas de seguro, ya que es probable que el comportamiento inversor de estos sectores esté influido en gran medida por las reclamaciones de clientes. Para más detalles sobre la aplicación de este método a la zona del euro, véase R. Adalid y S. Palligkinis, «Sectoral Sales of Government Securities During the ECB's Asset Purchase Programme», SSRN mimeo, diciembre de 2016.

en un porcentaje equivalente al 16 % y el 14 %, respectivamente, de las adquisiciones netas del Eurosistema<sup>26</sup>. Estas conclusiones no son sorprendentes si se tiene en cuenta que los no residentes y las IFM también eran los principales tenedores de valores de deuda pública justo antes de la introducción del PSPP.

**En comparación con sus tenencias iniciales, se estima que los no residentes y los fondos de inversión son los sectores que han respondido con más intensidad a las adquisiciones del Eurosistema.** Para evaluar la respuesta relativa de cada sector a las compras efectuadas por el Eurosistema, el impacto estimado se calcula en relación con las tenencias del sector antes de la puesta en marcha del PSPP. La comparación muestra que los no residentes y los fondos de inversión fueron los sectores que respondieron con más intensidad, con un impacto en ambos sectores equivalente a aproximadamente el 20 % de sus tenencias de valores de deuda pública de la zona del euro antes del PSPP. En cambio, la reacción del sector de empresas de seguros y fondos de pensiones, uno de los mayores tenedores de valores de deuda pública, equivale a menos del 10 % de los valores que mantenían con anterioridad al PSPP. Las IFM tuvieron una reacción intermedia, equivalente al 15 %. La respuesta relativamente tímida de las empresas de seguros y fondos de pensiones probablemente refleje las estrategias de inversión de este sector; en ellas prima la necesidad de cumplir sus compromisos a largo plazo y están sujetas a considerables limitaciones regulatorias. Por el contrario, es probable que los no residentes y los fondos de inversión cuenten con una proporción mayor de participantes en el mercado activos, que se guían más por consideraciones relacionadas con el rendimiento.

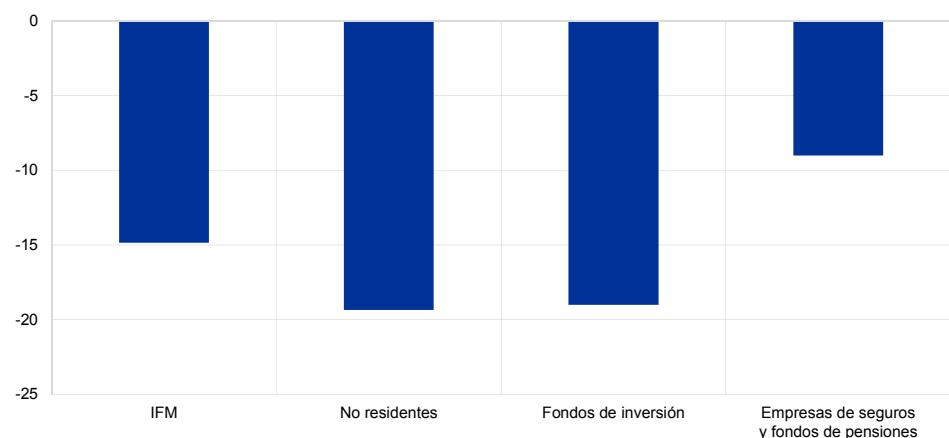
---

<sup>26</sup> Hay diferencias en los datos subyacentes de los gráficos B y C debido a la utilización de períodos y fuentes distintas. El gráfico B muestra los flujos de todos los sectores de manera coherente obtenidos de las cuentas financieras trimestrales, que actualmente solo están disponibles hasta el cuarto trimestre de 2016. En el gráfico C se usan estadísticas de los sectores individuales. Estas estadísticas se elaboran mensualmente para los residentes y las IFM, que son los dos sectores más relevantes para el análisis presentado en este recuadro. Esto permite que el análisis se inicie coincidiendo con el comienzo del PSPP, en marzo de 2015, y ampliarlo hasta marzo de 2017.

### Gráfico D

Impacto estimado del PSPP sobre las tenencias de valores de deuda pública de la zona del euro por sector (marzo de 2015-marzo de 2017) en comparación con las tenencias antes del programa

(porcentajes de los saldos vivos en el cuarto trimestre de 2014)



Fuentes y notas: Véanse gráficos A y C.

## 7

# Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2017

**El 22 de mayo, la Comisión Europea formuló sus recomendaciones específicas por país en materia de política económica y fiscal para todos los Estados miembros de la UE excepto Grecia, junto con recomendaciones para cada país relativas a la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la Unión Europea.** El 16 de junio, los ministros de Economía y Finanzas de los Estados miembros mencionados anteriormente finalizaron y aprobaron las recomendaciones específicas por país. Su aprobación por el Consejo Europeo está prevista para el 22-23 de junio y su publicación se llevará a cabo a mediados de julio<sup>27</sup>. Las recomendaciones de política fiscal del Consejo tienen por objeto velar por que los países de la UE cumplan el PEC. A tal fin, en ellas se incluyen las evaluaciones de las actualizaciones de los programas de estabilidad y convergencia de 2017 que los Gobiernos habían remitido a la Comisión Europea y al Consejo en abril. En términos de seguimiento, las recomendaciones específicas relativas a las políticas fiscales de los países de la zona del euro formuladas en el marco del Semestre Europeo 2017 deberían reflejarse en los proyectos de planes presupuestarios de los Gobiernos para 2018, que se han de presentar al Eurogrupo y a la Comisión Europea a mediados de octubre de 2017, a más tardar. En este contexto, en este recuadro se analizan las recomendaciones de política fiscal dirigidas a estos 18 países de la zona del euro.

**Según las previsiones económicas de primavera de 2017 de la Comisión Europea, la mejora de la situación presupuestaria de la zona del euro está acompañada por divergencias entre países en los avances hacia unas finanzas públicas sostenibles.** Por una parte, la Comisión ha determinado que ocho países de la zona del euro alcanzaron sus objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP) en 2016<sup>28</sup>. Esta evolución favorable contribuirá a reforzar los presupuestos públicos de estos países y a reducir su deuda pública a medio plazo, lo que incrementará la capacidad de resistencia de sus economías frente a desarrollos económicos adversos. Por otra parte, en otros países, los ajustes estructurales no son suficientes para cumplir las exigencias del PEC, pese a la mejora de las condiciones económicas. Esta circunstancia está retrasando la consecución de los OMP y la acumulación de márgenes fiscales, especialmente problemática para países con elevados niveles de deuda pública. Actualmente, estos países registran situaciones presupuestarias subyacentes que tienden a estar más alejadas de sus OMP (véase cuadro). De cara al futuro, existe el riesgo de que vean limitada su capacidad para utilizar la política fiscal como un instrumento de estabilización en la siguiente desaceleración, e incluso de que tengan que volver a aplicar un ajuste procíclico a sus políticas presupuestarias. Los posibles incrementos de los tipos de interés podrían ejercer presiones fiscales adicionales sobre los presupuestos.

<sup>27</sup> El Semestre Europeo 2017 concluirá formalmente con la adopción de las recomendaciones específicas por país por parte del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (Consejo ECOFIN) en la reunión que se celebrará el 11 de julio.

<sup>28</sup> En el recuadro titulado «La eficacia del objetivo presupuestario a medio plazo como ancla de las políticas fiscales», Boletín Económico, número 4, BCE, 2015, se recoge una definición de los OMP.

**Las recomendaciones específicas por país de la Comisión ponen de relieve que varios países de la zona del euro corren el riesgo de incumplir las exigencias de ajuste estructural del PEC.** Según la Comisión Europea, no se espera que Francia ni España, los países que en 2016 registraron un déficit superior al valor de referencia del 3 % del PIB, realicen un ajuste estructural perceptible durante el período 2017-2018, es decir, reduzcan sus déficits presupuestarios a través de factores distintos del impacto del ciclo económico y de medidas presupuestarias de carácter temporal. Además, se prevén importantes deficiencias en el cumplimiento de las exigencias de ajuste estructural en algunos de los países actualmente sujetos al componente preventivo del PEC y que todavía no han alcanzado sus OMP. Esta situación se produce en un momento en que las exigencias de ajuste estructural se han rebajado considerablemente para algunos países con el fin de tener en cuenta varios factores, como las reformas estructurales, las inversiones públicas adicionales y las reformas de los sistemas de pensiones, así como los costes derivados de la acogida de refugiados y el mayor gasto en seguridad. En general, esta flexibilidad podría reducir las exigencias para que los países avancen hacia la consecución de su OMP y pasen de un ajuste de alrededor del 0,5 % del PIB, en promedio, a otro cercano al 0,25 % del PIB en 2017<sup>29</sup>. No obstante, se espera que estos países apliquen políticas fiscales expansivas equivalentes, en promedio, al 0,3 % del PIB, es decir, políticas que sigan deteriorando sus saldos estructurales.

**Las recomendaciones de política fiscal de la Comisión se apartan de las formuladas en el pasado en dos sentidos.** En primer lugar, el tamaño del ajuste estructural recomendado por el Consejo a los Gobiernos para garantizar el pleno cumplimiento del PEC se especifica únicamente en los considerandos de las recomendaciones, en lugar de en sus partes dispositivas. Por norma general, las partes dispositivas de las recomendaciones deberían ser las que proporcionen a los Gobiernos orientaciones *ex ante* sobre cómo gestionar las finanzas públicas en los 12-18 meses siguientes. Asimismo, sirven de guía a los Parlamentos y a la ciudadanía, y como referencia para realizar evaluaciones *ex-post* transparentes del cumplimiento del PEC. Así pues, es importante que las orientaciones de política fiscal se incorporen plenamente, también a los planes de proyectos presupuestarios de los Gobiernos para 2018, con el fin de garantizar que se avanza suficientemente hacia la consecución de unas finanzas públicas saneadas. En segundo lugar, en los considerandos de las recomendaciones dirigidas a todos los países a los que se han exigido ajustes estructurales del 0,5 % del PIB y superiores en 2018, con independencia de su nivel de deuda pública, se señala que «la evaluación del proyecto de Plan Presupuestario para 2018 y la evaluación posterior de los resultados presupuestarios de 2018 deberán tener en cuenta el objetivo de alcanzar una orientación presupuestaria que contribuya tanto a reforzar la recuperación en curso como a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas [del Estado miembro correspondiente]». Esto podría suponer que las exigencias de ajuste estructural se reduzcan más allá de los niveles permitidos al amparo de las disposiciones vigentes del PEC en materia de flexibilidad (según lo comunicado por

---

<sup>29</sup> Quedan excluidos los países que han alcanzado su OMP.

la Comisión en enero de 2015)<sup>30</sup>. De cara al futuro, es importante velar por que el PEC, instrumento basado en normas, se aplique de forma coherente.

## Cuadro

### Ajuste estructural exigido en el marco del PEC en el período 2017-2018

	Objetivo presupuestario a medio plazo	2016		2017		2018	
		Saldo estructural*	Variación del saldo estructural*	Ajuste estructural exigido en las CSR	Variación del saldo estructural*	Ajuste estructural exigido en las CSR	
<b>Componente preventivo del PEC</b>							
Bélgica	0,0	-2,2	0,6	0,6	-0,3	0,6	
Alemania	-0,5	0,8	-0,2	En el OMP	-0,3	En el OMP	
Estonia	-0,5	0,2	-0,6	En el OMP	-0,4	En el OMP	
Irlanda	-0,5	-1,7	0,6	0,6	0,8	0,6	
Italia	0,0	-1,7	-0,2	0,6	-0,3	0,6	
Chipre	0,0	0,9	-1,1	En el OMP	-0,2	0,2	
Letonia	-1,0	-0,8	-0,7	En el OMP	-0,9	-0,3	
Lituania	-1,0	-0,2	-0,7	En el OMP	-0,2	En el OMP	
Luxemburgo	-0,5	2,0	-1,6	En el OMP	-0,2	En el OMP	
Malta	0,0	0,4	0,0	En el OMP	0,2	En el OMP	
Países Bajos	-0,5	0,7	-0,4	En el OMP	0,2	En el OMP	
Austria	-0,5	-1,0	0,0	0,3	0,1	0,3	
Portugal	0,25	-2,0	-0,2	0,6	-0,1	0,6	
Eslovenia	0,25	-1,7	-0,1	0,6	-0,5	1,0	
Eslavaquia	-0,5	-1,5	0,1	0,5	0,5	0,5	
Finlandia	-0,5	-0,9	-0,5	-0,5	0,0	0,1	
<b>Componente corrector del PEC</b>							
España (plazo de corrección fijado en el PDE: 2018)	0,0	-3,5	0,1	0,5	0,0	0,5	
Francia (plazo de corrección fijado en el PDE: 2017)	-0,4	-2,5	0,2	0,9	-0,5	0,6	

Fuente: Previsiones económicas de primavera de 2017 de la Comisión Europea (\*) y recomendaciones específicas por país (CSR, en sus siglas en inglés).

Notas: En este cuadro, los ajustes estructurales exigidos son los recogidos en las recomendaciones específicas por país. Para algunos países sujetos al componente preventivo, estas exigencias se han rebajado a raíz de la flexibilidad otorgada para tener en cuenta la aplicación de reformas estructurales, inversión pública adicional, etc. Para otros, estas exigencias aún pueden reducirse en caso de que la flexibilidad se otorgue con posterioridad. «En el OMP» refleja el hecho de que, según las previsiones de la Comisión Europea, los países han alcanzado su OMP al principio del año en cuestión. El ajuste estructural exigido puede ser mayor para los países sujetos a la regla sobre la deuda. PDE se refiere al procedimiento de déficit excesivo.

**El 22 de mayo, la Comisión Europea también formuló recomendaciones relativas a la implementación del PEC.** La Comisión recomendó que se derogue el procedimiento de déficit excesivo (PDE) de Portugal en el plazo fijado, el año 2016, y el Consejo adoptó la decisión correspondiente el 16 de junio. Además, en informes elaborados con arreglo al apartado 3 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, la Comisión analizó el incumplimiento del

<sup>30</sup> Véase la [Comunicación sobre cómo aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del PEC](#).

criterio de deuda por parte de Bélgica y Finlandia en 2016 y decidió no abrir un PDE. En el caso de Finlandia, existen factores atenuantes que explican el incumplimiento del valor de referencia para la deuda pública en un 3,6 % del PIB, entre ellos la asistencia financiera prestada a otros países de la zona del euro para salvaguardar la estabilidad financiera y el impacto negativo del ciclo económico. Por lo que se refiere a Bélgica, la Comisión concluyó, para los años 2016 y 2017 considerados conjuntamente, que el país corría el riesgo de incumplir las exigencias del componente preventivo del PEC. El análisis sugería, no obstante, que debería considerarse que actualmente se cumple el criterio de deuda, dado que la desviación prevista aún puede corregirse en 2017. En cuanto a Italia, la decisión relativa a la apertura de un PDE basado en el criterio de deuda se pospuso. La Comisión tiene previsto volver a evaluar el cumplimiento del criterio de deuda por parte de Italia basándose en el plan de proyecto presupuestario para 2018 y en sus previsiones económicas de otoño de 2017. En general, la aplicación de la regla sobre la deuda del PEC basada en el cumplimiento del componente preventivo a medio plazo y en datos validados posteriormente conlleva el riesgo de retrasar indebidamente la decisión final sobre la conveniencia de abrir un PDE basado en el criterio de deuda. Entretanto, la realización de ajustes estructurales insuficientes con respecto a las exigencias del PEC podría acrecentar más los riesgos para la sostenibilidad de la deuda. De cara al futuro, la evaluación del cumplimiento del criterio de deuda debería clarificarse y basarse en factores claramente cuantificables para garantizar una aplicación eficaz de la regla sobre la deuda del PEC<sup>31</sup>.

**Para concluir, el PEC ha estado sujeto a interpretaciones y a cambios frecuentes con el tiempo, por lo que se ha convertido en un instrumento muy complejo.** Esto dificulta la aplicación coherente de las reglas en los distintos países y a lo largo del tiempo. Asimismo, la validez de cualquier marco presupuestario está ligada a su aplicación. A este respecto, la aplicación íntegra, coherente y sólida desde el punto de vista jurídico de las normas del PEC es responsabilidad conjunta de la Comisión Europea y del Consejo, una cuestión muy importante para la credibilidad del Pacto.

---

<sup>31</sup> Véase el artículo titulado «Estrategias de reducción de la deuda pública en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

## 8

# El pacto fiscal: la evaluación de la Comisión y el camino que se ha de seguir

**El pacto fiscal (*fiscal compact*) se estableció en respuesta a la crisis de la deuda soberana con el fin de promover la disciplina presupuestaria y aumentar la adhesión nacional al marco de gobernanza fiscal.** Para ello, era necesario incorporar al ordenamiento jurídico nacional los principios de unas políticas fiscales sólidas recogidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y asegurar la existencia de instituciones que contribuyan a un debate político bien fundado sobre estas cuestiones a escala nacional.

**Para conseguir estos objetivos, el pacto fiscal<sup>32</sup> obliga a los países participantes a comprometerse legalmente a introducir una regla de equilibrio presupuestario y a establecer instituciones que realicen un seguimiento del cumplimiento de esta regla.** Se considera que un país respeta la regla de equilibrio presupuestario, que preferiblemente estará recogida en la constitución, cuando su saldo estructural es coherente con su objetivo nacional específico a medio plazo (OMP)<sup>33</sup>. Los países que aún no hayan alcanzado su OMP velarán por una rápida convergencia hacia este objetivo. En caso de que se produzcan desviaciones significativas con respecto a la regla, se activará automáticamente un mecanismo de corrección a escala nacional. En relación con este último aspecto, la Comisión ha propuesto unos principios comunes que especifican, entre otras cosas, la naturaleza, el alcance y el calendario de las medidas correctoras<sup>34</sup>. En cuanto al control institucional, los Gobiernos vinculados por el pacto fiscal se han comprometido a establecer instituciones fiscales independientes nacionales (los denominados «consejos fiscales») para realizar un seguimiento del cumplimiento de las reglas. Estas instituciones también participarán en la activación del mecanismo de corrección en el supuesto de que los países se desvían de la regla<sup>35</sup>. Además, de conformidad con los principios comunes, las autoridades nacionales respetarán el principio de «cumplir o explicar» al responder a las conclusiones de las evaluaciones realizadas por los consejos fiscales, es decir, deben seguir sus recomendaciones o explicar públicamente por qué no lo hacen. El pacto fiscal complementa otros cambios introducidos recientemente para reforzar el marco de gobernanza fiscal a escala nacional, como la directiva sobre los marcos presupuestarios nacionales y el paquete legislativo sobre supervisión presupuestaria («two-pack»)<sup>36</sup>.

---

<sup>32</sup> El pacto fiscal forma parte del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TECG). El TECG, que entró en vigor el 1 de enero de 2013 con un plazo de un año para su transposición a la legislación nacional, es un tratado intergubernamental suscrito por 25 países (las «partes contratantes»), 22 de los cuales, concretamente los 19 países de la zona del euro más Bulgaria, Dinamarca y Rumanía, están vinculados formalmente por el pacto fiscal.

<sup>33</sup> Véanse también el artículo titulado «Un pacto presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012, y el recuadro titulado «Elementos principales del pacto presupuestario», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.

<sup>34</sup> Véase la [comunicación sobre principios comunes](#) de la Comisión.

<sup>35</sup> En el paquete legislativo sobre supervisión presupuestaria («two-pack») se especifican con más detalle las funciones de las instituciones fiscales independientes, que incluyen, entre otras, la elaboración —o, al menos, la aprobación— de las proyecciones macroeconómicas en las que se basan los planes presupuestarios.

<sup>36</sup> Véanse la [directiva sobre los marcos presupuestarios nacionales](#) y el [paquete legislativo sobre supervisión presupuestaria \(«two-pack»\)](#).

**En febrero de este año, la Comisión Europea publicó su informe sobre la evaluación de la transposición del pacto fiscal al ordenamiento jurídico nacional, tres años después de que finalizara el plazo de transposición (1 de enero de 2014)<sup>37</sup>.** La evaluación de la Comisión es crucial, ya que si se considera que una de las partes contratantes incumple los requisitos relativos a la transposición, el asunto podrá someterse al Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Además, los países podrían enfrentarse a una multa coercitiva de hasta el 0,1 % del PIB si no cumplen la sentencia del Tribunal en el plazo establecido.

**Según la evaluación de la Comisión, todos los países han cumplido los requisitos establecidos.** No obstante, en algunos casos la valoración positiva está condicionada a la futura adopción de disposiciones complementarias o modificadas. La evaluación se centra, para cada país en: i) el régimen jurídico de las disposiciones; ii) la formulación de la regla de equilibrio presupuestario; iii) el mecanismo de corrección, y iv) las características de un consejo fiscal independiente. Por lo que se refiere al régimen jurídico de las disposiciones y la formulación de la regla de equilibrio presupuestario, la Comisión considera que «todas las partes contratantes han adaptado significativamente sus marcos presupuestarios nacionales ateniéndose a los requisitos del Pacto Fiscal», sin perjuicio de las diferencias nacionales. En particular, la Comisión considera que todas las partes contratantes han introducido una regla de equilibrio presupuestario vinculante (aunque solo en algunos casos de rango constitucional) y han fijado el límite inferior del déficit en el –0,5 % del PIB. Sin embargo, los países se diferencian en el modo en que tratan de garantizar la rápida convergencia hacia sus OMP respectivos. En algunos países, las definiciones de circunstancias excepcionales, que permiten la aplicación de cláusulas de salvaguarda, parecen ser más amplias que las recogidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En la evaluación de la Comisión también se señalan diferencias relativas al automatismo del mecanismo de corrección y al alcance de la medida correctora exigida. En lo que concierne a los consejos fiscales, la Comisión confirmó que su mandato de realizar un seguimiento del cumplimiento de las reglas y su estructura institucional están recogidos en la legislación, aunque con distinto grado de detalle.

**La evaluación de la Comisión, positiva en líneas generales, contrasta con el hecho de que en muchos países el pacto fiscal solo se haya transpuesto parcialmente.** Para varios países, la conclusión sobre si un país «cumple» de la evaluación de la Comisión está condicionada a la asunción de compromisos formales por las autoridades nacionales para aplicar las restantes disposiciones del pacto fiscal o para garantizar su pleno cumplimiento en el futuro. Sin embargo, los compromisos adquiridos no pueden considerarse un sustituto adecuado de las disposiciones legales, ya que no son de obligado cumplimiento. Las autoridades de Dinamarca, Francia, Chipre, Lituania, los Países Bajos y Rumanía han adquirido compromisos formales con respecto a la regla de equilibrio presupuestario (véase cuadro). Además, un elevado número de países, concretamente, Bélgica, Dinamarca, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Austria, Portugal y Eslovaquia, aún no han incorporado formalmente a sus marcos jurídicos el principio de «cumplir o explicar» de forma incondicional, sino que solo han prometido respetarlo o modificar sus disposiciones

---

<sup>37</sup> Véase la [evaluación de la Comisión sobre la transposición del pacto fiscal](#).

legales. Asimismo, en relación con el mecanismo de corrección, las disposiciones que rigen la naturaleza del mecanismo en Francia y la definición de la cláusula de salvaguardia en Letonia ofrecen cierto margen de flexibilidad. Por último, la Comisión consideró que la estructura y la configuración de las instituciones de supervisión eran adecuadas, si bien determinó que en algunos países, concretamente en Bélgica, Dinamarca, España, Francia, Luxemburgo y los Países Bajos, su independencia no quedaba plenamente garantizada por la legislación nacional.

### Cuadro

Resumen de los «factores condicionantes» considerados en la evaluación del cumplimiento del pacto fiscal de la Comisión

	Regla de equilibrio presupuestario	Mecanismo de corrección	Consejo fiscal	Principio de cumplir/explicar
<b>Compromisos formales</b>	DK, FR, CY, LT, NL, RO	FR, LV	DK, ES, FR, LU, NL	DK, ES, FR, IT, LU, AT, PT, SK
<b>Aclaraciones</b>		BE, DK, IT, LT, LU	LT, NL, PT	
<b>Modificaciones legales</b>			BE	BE, GR
<b>Medidas que se han de adoptar</b>			SI	

Fuente: Comisión Europea.

Notas: Los «factores condicionantes» (los compromisos formales, las aclaraciones de las autoridades nacionales sobre la interpretación de determinadas disposiciones legales, las modificaciones legales prometidas y las medidas que se han de adoptar) hacen referencia a aquellas partes del pacto fiscal cuya transposición al ordenamiento jurídico nacional aún no se ha producido, pero que las autoridades nacionales se han comprometido a cumplir plenamente en el futuro. Desde la publicación de la evaluación, Eslovenia ha adoptado medidas al respecto con el nombramiento de los miembros de la institución de supervisión recientemente creada.

**En general, la lenta e incompleta transposición del pacto fiscal es decepcionante.** Esto indica que existe un claro riesgo de que el pretendido anclaje de reglas de política fiscal sólidas a escala nacional no se materialice, lo que unido a la posibilidad de que se considere que la implementación del marco presupuestario de la UE no se ha completado suficientemente, podría contribuir a menoscabar la credibilidad de la formulación de políticas fiscales adecuadas.

**Para completar la evaluación, será importante realizar un atento seguimiento del cumplimiento de los compromisos asumidos por las autoridades.** La evaluación de la Comisión se centra en la cuestión de si los elementos principales del pacto fiscal están suficientemente recogidos en las disposiciones nacionales, pero no considera su aplicación práctica ni su eficacia. De cara al futuro, convendría analizar exhaustivamente la eficacia del pacto fiscal<sup>38</sup>. Dicha eficacia, materializada en forma de una mayor disciplina presupuestaria, solo puede garantizarse si los países cumplen plenamente los compromisos contraídos en el marco del pacto fiscal.

<sup>38</sup> Este análisis también será relevante para la cuestión de la incorporación de los elementos principales del pacto fiscal a la legislación de la UE, una opción prevista en el TECG.

# Artículo

1

## Determinantes internos y globales de la inflación en la zona del euro

En este artículo se examina la influencia de los determinantes internos y globales de la inflación en la zona del euro, así como si su importancia relativa ha cambiado con el tiempo y cómo. Las presiones inflacionistas internas se derivan principalmente del proceso de formación de precios y salarios, que está relacionado estrechamente con el ciclo económico de la zona del euro. Por lo que respecta a los determinantes externos, los precios de importación —especialmente de las materias primas— desempeñan, naturalmente, un importante papel en la evolución de la inflación interna, por ejemplo, a través de la tasa de variación de los precios de la energía y los alimentos. Sin embargo, más recientemente se ha argumentado que la integración mundial ha acrecentado la influencia del ciclo económico global en la inflación interna y, por tanto, ha contribuido también a que se produzca una convergencia de la evolución de la inflación en todo el mundo. Aunque es indudable que esta evolución ha venido mostrando un patrón común desde principios de los años noventa, ello puede deberse en gran medida a un cambio en la orientación de la política monetaria y en la trayectoria de los precios de las materias primas. En cuanto a los efectos de la globalización, es difícil captar de forma empírica la idea, teóricamente atractiva, de que la evolución de la economía global afecta cada vez más a las presiones internas de precios y salarios a través de una mayor integración y un aumento de la contestabilidad de los mercados de trabajo y de productos. A este respecto, constatamos, por ejemplo, solo un apoyo limitado a la inclusión de medidas del grado de holgura económica global y de la integración de las cadenas globales de valor en los análisis basados en la curva de Phillips estimadas para la inflación de la zona del euro.

### 1 Introducción

**A medio plazo, la política monetaria de un banco central determina la tasa general de inflación de una economía.** Sin embargo, a corto plazo, la inflación se ve influida por costes internos y externos y por perturbaciones de precios. En cuanto al ámbito interno, la inflación se suele ver afectada por el equilibrio entre la oferta y la demanda interna agregada, donde las expectativas de inflación desempeñan un papel fundamental. Por lo que se refiere al ámbito externo, la inflación se ve afectada principalmente por las fluctuaciones de la oferta y la demanda en la economía mundial, que inciden en los precios de los bienes comerciables, especialmente las materias primas, pero también en la evolución del tipo de cambio.

**Hay varios motivos por los que factores globales pueden haber desempeñado recientemente un papel más destacado en la configuración de la dinámica de la inflación de la zona del euro.** Un argumento sostiene que la globalización ha

hecho que la inflación nacional sea menos sensible a las restricciones de capacidad internas. Existen dos teorías posibles para esta conclusión: cualquier aumento súbito de la demanda de bienes se traduce en un aumento de las importaciones más que en un alza de precios o la competencia extranjera limita las subidas de precios y salarios en los sectores abiertos a la competencia internacional, reduciendo la sensibilidad de los salarios a las presiones de demanda internas. Es en este contexto en el que la integración de China en la economía mundial, como se comenta en el recuadro 1, ha desempeñado un papel central. Otro argumento destaca el papel de las políticas monetarias creíbles que estabilizaron las expectativas de inflación y la inflación tendencial en las economías avanzadas y en muchas economías emergentes y que redujeron tanto la volatilidad de la inflación como su nivel<sup>39</sup>. Sobre la base de la reducida volatilidad y del menor nivel de inflación, una proporción mayor de la variación de las tasas de inflación nacionales quedaría explicada por la evolución de la inflación vinculada a perturbaciones globales de precios exógenas, como las variaciones de precios de las materias primas.

**En la literatura, el concepto de «inflación global» ha pasado a primer plano.** Este concepto se refiere a que las tasas de inflación internas han convergido debido a la mayor influencia de la evolución global sobre la inflación interna. Una línea de trabajo de la literatura sobre la inflación global se ha centrado en el componente común —o global— de las tasas de inflación nacionales y en el papel que ha desempeñado en la evolución de la inflación interna<sup>40</sup>. Una segunda línea ha destacado la importancia de las brechas de producción mundiales y de la integración en las cadenas globales de valor como determinante de los procesos de inflación nacionales<sup>41</sup>.

**En este contexto, el artículo analiza el papel desempeñado por factores internos y externos en lo que se refiere a la inflación y si su importancia relativa ha cambiado con el tiempo.** El artículo se estructura como sigue: en la sección siguiente se examinan los determinantes internos y globales de la inflación. En la sección 3 se analizan las similitudes observadas en la evolución de la inflación en distintas economías del mundo. La importancia relativa de los factores internos y externos en la evolución de la inflación de la zona del euro después de la crisis se estudia en la sección 4. En la sección 5 se considera si la globalización ha

---

<sup>39</sup> Véase también M. J. Beechey, B. K. Johannsen y A. T. Levin, «Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States?», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3, n.º 2, 2011, pp. 104-129.

<sup>40</sup> Ciccarelli y Mojón observan una correlación significativa en las tasas de inflación de los distintos países y constatan que los modelos que incluyen una medida de inflación global mejoran sistemáticamente las previsiones de inflación nacionales de referencia. Llegan a la conclusión de que la inflación debe modelizarse como un fenómeno global, no nacional: véase M. Ciccarelli y B. Mojón, «Global Inflation», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n.º 3, agosto de 2010, pp. 524-535.

<sup>41</sup> Borio y Filardo, por ejemplo, argumentan que las variables que permiten aproximar la holgura económica global aumentan considerablemente la capacidad explicativa de las ecuaciones tradicionales sobre la inflación de referencia y que el papel de los factores globales se ha incrementado con el tiempo. En trabajos posteriores, Auer, Borio y Filardo vinculan directamente lo que denominan «globalización de la inflación» con la creciente integración de la red de suministro global. Véanse C. Borio y A. Filardo, «Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation», *BIS Working Papers*, n.º 227, 2007; R. Auer, C. Borio y A. Filardo, «The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains», *BIS Working Papers*, n.º 602, 2017; y también L. Guerrieri, C. Gust y J. D. López-Salido, «International Competition and Inflation: A New Keynesian Perspective», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, n.º 4, 2010, pp. 247-280.

modificado la importancia del grado de holgura económica global en la modelización de la inflación interna basada en curvas de Phillips, y en la última sección se presentan las conclusiones.

## 6 Conclusiones

Basándose en la evidencia procedente de los datos disponibles, los modelos y la literatura, este artículo contribuye a entender mejor la importancia relativa de los factores internos y externos en la configuración de la inflación de la zona del euro. Pueden extraerse varias conclusiones.

1. Desde principios de los años noventa se ha identificado en todo el mundo un patrón común en lo que se refiere a la evolución de la inflación. Sin embargo, estas similitudes pueden explicarse en gran medida por un cambio en la orientación de la política monetaria y en la evolución de los precios de las materias primas a escala mundial.
2. La influencia de factores globales en la inflación interna varía mucho a lo largo del tiempo, sobre todo como consecuencia de la evolución de los precios de las materias primas. En el caso de la zona del euro, por ejemplo, el descenso de la inflación en 2008-2009 se debió predominantemente a factores globales, mientras que los factores internos fueron más decisivos en el período desinflacionista de 2012-2015. Este hecho subraya la importancia de llevar a cabo análisis exhaustivos de los factores determinantes de la inflación a la hora de formular respuestas de política monetaria adecuadas.
3. Se considera que la evolución económica global afecta cada vez más a las presiones internas de precios y salarios a través de la integración y la contestabilidad de los mercados de trabajo y de productos. Aunque esta teoría puede parecer atractiva, es, sin embargo, difícil de captar empíricamente. A este respecto, constatamos, por ejemplo, solo un apoyo limitado a la inclusión de medidas del grado de holgura económica global y de la integración de las cadenas globales de valor en el análisis basado en la curva de Phillips cuando se estudia la inflación de la zona del euro.

[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 <sup>1)</sup> (tasas de variación entre períodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup> (IAPC)
							Total	Excluidos alimentos y energía					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3,4	2,4	3,1	0,2	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,4	2,6	2,2	1,1	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,1	1,6	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 II TR	0,8	0,4	0,6	0,4	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
III TR	0,8	0,9	0,5	0,2	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
IV TR	0,9	0,5	0,7	0,3	1,7	0,5	1,5	1,8	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 I TR	.	0,3	0,2	0,5	1,3	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
2016 Dic	-	-	-	-	-	-	1,8	1,8	2,1	1,6	0,3	2,1	1,1
2017 Ene	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	1,8	0,4	2,5	1,8
Feb	-	-	-	-	-	-	2,5	1,9	2,7	2,3	0,3	0,8	2,0
Mar	-	-	-	-	-	-	2,3	1,8	2,4	2,3	0,2	0,9	1,5
Abr	-	-	-	-	-	-	2,4	1,9	2,2	2,7	0,4	1,2	1,9
May <sup>4)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,4

Fuentes: Eurostat (col. 3, 6, 10, 13), BPI (col. 2, 4, 9, 11, 12) y 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 su evolución.

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, 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 <sup>1)</sup>		
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global <sup>2)</sup>			Mun- diales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global <sup>2)</sup>	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
2014	54,1	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,0	51,5	2,5	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,7	-0,2
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	1,1	1,2	0,9
2016 II TR	50,7	51,5	52,6	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,8	0,2	0,3	0,1
III TR	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	1,0	0,9	1,1
IV TR	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	1,7	-1,1	3,6
2017 II TR	53,2	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,2	51,8	2,5	1,3	3,4
2016 Dic	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	1,7	-1,1	3,6
2017 Ene	53,9	55,8	55,2	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,7	2,9	0,5	4,5
Feb	52,7	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,7	52,5	52,2	3,0	1,2	4,1
Mar	53,1	53,0	54,8	52,9	52,1	56,4	53,5	53,0	51,5	2,5	1,3	3,4
Abr	52,9	53,2	56,2	52,6	51,2	56,8	52,7	52,9	51,5	.	.	.
May	53,0	53,6	54,4	53,4	51,5	56,8	52,5	53,2	51,2	.	.	.

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 <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a la vista (eonia) 1	Depósitos a 1 mes (euríbor) 2	Depósitos a 3 meses (euríbor) 3	Depósitos a 6 meses (euríbor) 4	Depósitos a 12 meses (euríbor) 5		
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	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 Nov	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
Dic	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04
2017 Ene	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
Feb	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01
Mar	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00
Abr	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,12	1,16	0,02
May	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01

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 <sup>1), 2)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>			
	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
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	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 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
Dic	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 Ene	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
Feb	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46
Mar	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52
Abr	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	1,21	1,03	-0,75	-0,61	0,48	1,50
May	-0,73	-0,74	-0,74	-0,39	0,36	1,10	1,05	0,88	-0,76	-0,67	0,43	1,54

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											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industrial	Tecnología	Aqua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2016 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
Dic	342,6	3.207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2.246,6	19.066,0
2017 Ene	352,4	3.298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2.275,1	19.194,1
Feb	353,2	3.293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2.329,9	19.188,7
Mar	365,7	3.427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2.366,8	19.340,2
Abr	373,9	3.491,8	753,7	271,1	683,6	319,4	178,0	598,4	459,3	260,7	349,8	893,3	2.359,3	18.736,4
May	387,1	3.601,9	765,9	281,9	707,5	318,8	186,4	616,2	477,1	272,5	363,8	935,1	2.395,3	19.726,8

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)<sup>1), 2)</sup>

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	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 <sup>3)</sup>	Por período inicial de fijación del tipo de interés								
						Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2016 May	0,10	0,56	0,53	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,84	2,02	2,05	2,11	2,36	2,02		
Jun	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,96	2,01	2,32	1,96		
Jul	0,09	0,52	0,50	0,91	6,45	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,81	1,96	1,96	1,95	2,32	1,92		
Ago	0,08	0,51	0,52	0,83	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,86	1,95	1,86	1,88	2,31	1,90		
Sep	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86		
Oct	0,08	0,49	0,44	0,75	6,43	16,78	5,16	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81		
Nov	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79		
Dic	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,90	1,80	1,75	2,24	1,78		
2017 Ene	0,07	0,48	0,42	0,75	6,35	16,62	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,87	1,80	1,76	2,28	1,81		
Feb	0,07	0,48	0,40	0,76	6,39	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85		
Mar	0,06	0,48	0,40	0,73	6,35	16,68	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85		
Abr <sup>(p)</sup>	0,06	0,47	0,40	0,72	6,31	16,67	4,81	5,58	5,97	2,36	1,72	1,90	1,91	1,85	2,26	1,87		

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)<sup>1), 2)</sup>

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	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		4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	1	2	3												
2016 May	0,11	0,13	0,63	2,77	2,91	3,10	2,62	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92	
Jun	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,91	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90	
Jul	0,10	0,16	0,42	2,71	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,81	1,28	1,56	1,69	1,87	
Ago	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,02	2,46	1,87	1,95	1,80	1,22	1,48	1,54	1,83	
Sep	0,09	0,12	0,47	2,73	2,65	2,96	2,42	1,83	1,86	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86	
Oct	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,84	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83	
Nov	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,52	1,82	
Dic	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,84	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81	
2017 Ene	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,86	1,73	1,22	1,38	1,62	1,79	
Feb	0,06	0,10	0,53	2,64	2,58	2,78	2,35	1,77	1,76	1,71	1,18	1,32	1,53	1,76	
Mar	0,06	0,08	0,58	2,57	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,31	1,63	1,58	1,82	
Abr <sup>(p)</sup>	0,06	0,10	0,42	2,55	2,55	2,70	2,36	1,80	1,80	1,71	1,34	1,51	1,63	1,82	

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 reclasifican del sector de sociedades no financieras al 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 <sup>1)</sup>						
	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 finan- cieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas
Corto plazo														
2014	1.321	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.274	517	152	.	62	478	65	337	153	36	.	33	82	34
2016	1.247	519	139	.	61	466	62	335	147	45	.	32	79	33
2016 Oct	1.296	529	145	.	71	484	67	341	155	45	.	35	69	37
Nov	1.310	536	152	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
Dic	1.247	519	139	.	61	466	62	305	128	69	.	33	50	25
2017 Ene	1.278	536	136	.	74	469	63	392	187	39	.	39	88	41
Feb	1.310	549	148	.	80	466	66	325	157	37	.	31	72	29
Mar	1.331	546	147	.	84	480	74	360	157	37	.	43	90	33
Largo plazo														
2014	15.135	4.054	3.163	.	990	6.285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15.239	3.784	3.281	.	1.055	6.482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15.256	3.647	3.191	.	1.134	6.643	641	208	59	46	.	17	78	8
2016 Oct	15.213	3.674	3.165	.	1.105	6.628	641	239	56	61	.	22	92	8
Nov	15.275	3.668	3.172	.	1.130	6.664	641	216	43	64	.	26	76	7
Dic	15.256	3.647	3.191	.	1.134	6.643	641	163	45	77	.	13	25	2
2017 Ene	15.313	3.651	3.200	.	1.136	6.687	638	312	101	80	.	15	107	9
Feb	15.337	3.673	3.200	.	1.139	6.685	640	236	77	47	.	12	89	12
Mar	15.364	3.654	3.186	.	1.147	6.735	643	251	63	61	.	21	97	9

Fuente: BCE.

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

### 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	Socie- dades no financieras	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas					
Saldo vivo												
2014	16.456,0	4.597,8	3.293,5	.	1.048,8	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	782,2	4.584,6	
2015	16.512,8	4.301,1	3.432,9	.	1.116,6	6.960,1	702,1	6.744,7	586,1	907,6	5.251,0	
2016	16.502,8	4.166,1	3.330,1	.	1.195,1	7.108,6	703,0	7.029,1	538,7	1.020,0	5.470,4	
2016 Oct	16.508,9	4.203,6	3.309,9	.	1.176,2	7.111,9	707,3	6.665,7	479,2	909,6	5.277,0	
Nov	16.584,4	4.203,5	3.324,1	.	1.200,1	7.150,4	706,1	6.651,0	482,3	954,6	5.214,1	
Dic	16.502,8	4.166,1	3.330,1	.	1.195,1	7.108,6	703,0	7.029,1	538,7	1.020,0	5.470,4	
2017 Ene	16.590,4	4.187,0	3.336,8	.	1.210,1	7.155,9	700,5	7.015,2	542,3	1.018,4	5.454,5	
Feb	16.646,8	4.222,1	3.348,1	.	1.219,5	7.150,9	706,3	7.199,0	539,0	1.026,6	5.633,4	
Mar	16.695,6	4.200,1	3.333,2	.	1.230,2	7.215,0	716,9	7.506,9	609,8	1.056,6	5.840,4	
Tasa de crecimiento												
2014	-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7	
2015	0,2	-7,1	5,6	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6	
2016	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4	
2016 Oct	-0,2	-4,0	-1,4	.	6,4	1,5	1,6	0,9	2,8	1,4	0,7	
Nov	-0,1	-4,2	-0,9	.	7,2	1,6	-0,5	0,8	2,8	1,0	0,5	
Dic	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4	
2017 Ene	0,8	-2,0	-1,0	.	9,0	2,1	-0,3	0,6	1,5	1,1	0,4	
Feb	1,3	-1,6	1,4	.	9,9	1,6	0,8	0,7	4,1	1,1	0,3	
Mar	1,4	-1,3	2,1	.	9,4	1,6	0,8	0,9	5,8	0,7	0,5	

Fuente: BCE.

## 2 Evolución financiera

### 2.8 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup>

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM real <sup>2)</sup>	CLUT real	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2014	101,8	97,9	97,0	91,9	98,3	100,0	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,6	82,7	89,6	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	85,7	81,8	90,6	110,4	90,0
2016 II TR	94,9	90,3	91,7	85,9	81,9	90,8	110,8	90,4
III TR	95,2	90,5	91,8	86,0	81,5	90,6	110,6	90,1
IV TR	94,9	90,2	91,1	85,6	81,6	90,3	110,0	89,6
2017 I TR	94,2	89,7	90,3	-	-	-	109,2	88,7
2016 Dic	94,2	89,6	90,4	-	-	-	109,2	88,9
2017 Ene	94,4	89,8	90,4	-	-	-	109,7	89,1
Feb	93,9	89,5	90,0	-	-	-	108,8	88,5
Mar	94,4	89,8	90,4	-	-	-	109,2	88,6
Abr	94,1	89,6	90,1	-	-	-	108,8	88,3
May	96,0	91,2	91,9	-	-	-	111,1	89,9
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2017 May	2,0	1,8	2,0	-	-	-	2,1	1,9
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2017 May	1,0	0,8	0,1	-	-	-	0,0	-0,9

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-18.

### 2.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Esloti polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2016 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
IV TR	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2017 I TR	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
2016 Dic	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
2017 Ene	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
Feb	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
Mar	7,369	7,423	27,021	7,436	309,714	120,676	4,287	0,866	4,5476	9,528	1,071	1,068
Abr	7,389	7,450	26,823	7,438	311,566	118,294	4,237	0,848	4,5291	9,594	1,073	1,072
May	7,613	7,432	26,572	7,440	309,768	124,093	4,200	0,856	4,5539	9,710	1,090	1,106
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2017 May	3,0	-0,2	-0,9	0,0	-0,6	4,9	-0,9	0,9	0,5	1,2	1,7	3,1
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2017 May	3,1	-0,9	-1,7	0,0	-1,5	0,7	-4,6	10,0	1,2	4,5	-1,4	-2,2

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 periodo)

	Total <sup>1)</sup>			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
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2016 I TR	22.214,0	23.223,8	-1.009,7	9.717,4	8.038,3	7.112,1	9.946,3	-29,2	4.738,4	5.239,2	675,3	13.420,1
II TR	22.791,7	23.620,8	-829,1	9.872,6	8.256,7	7.429,5	9.945,9	-62,1	4.829,9	5.418,2	721,8	13.576,8
III TR	23.035,1	23.792,8	-757,6	9.842,9	8.116,4	7.691,7	10.130,7	-62,5	4.836,0	5.545,7	727,0	13.576,9
IV TR	23.577,7	24.207,2	-629,5	10.237,5	8.397,5	7.885,1	10.285,6	-55,1	4.802,6	5.524,1	707,7	13.558,8
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2016 IV TR	219,4	225,3	-5,9	95,3	78,1	73,4	95,7	-0,5	44,7	51,4	6,6	126,2
Transacciones												
2016 II TR	236,6	150,0	86,6	16,8	50,2	122,4	-72,0	-45,8	141,1	171,8	2,2	-
III TR	196,2	75,9	120,3	39,3	-75,8	127,2	5,7	23,8	-1,8	146,0	7,7	-
IV TR	123,7	27,5	96,3	145,9	112,5	13,4	-60,9	15,4	-55,4	-24,2	4,6	-
2017 I TR	570,8	528,5	42,3	225,3	203,6	150,4	33,4	7,6	189,9	291,4	-2,5	-
2016 Oct	261,6	253,7	8,0	87,0	52,8	5,1	-46,4	6,2	167,2	247,2	-4,0	-
Nov	25,4	24,6	0,8	28,8	51,1	-14,5	15,4	2,9	5,8	-42,0	2,5	-
Dic	-163,3	-250,7	87,4	30,1	8,6	22,7	-29,9	6,3	-228,5	-229,4	6,1	-
2017 Ene	375,8	374,4	1,4	107,4	98,1	43,7	31,1	2,3	227,5	245,2	-5,1	-
Feb	191,8	193,8	-2,0	95,1	94,9	54,3	-19,2	4,9	35,4	118,2	2,0	-
Mar	3,1	-39,7	42,9	22,8	10,6	52,4	21,6	0,4	-73,0	-72,0	0,6	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2017 Mar	1.127,4	781,8	345,5	427,3	290,5	413,3	-93,7	1,0	273,8	585,0	12,0	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2017 Mar	10,4	7,2	3,2	3,9	2,7	3,8	-0,9	0,0	2,5	5,4	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 <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>	
	1	2	3	4	5	Total construcción	Total maquinaria	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2014	10.143,5	9.783,8	5.633,2	2.125,7	1.991,5	1.000,4	600,0	383,1	33,5	359,7	4.534,3	4.174,6
2015	10.473,8	10.002,8	5.748,2	2.163,7	2.070,0	1.019,2	633,3	408,4	20,9	471,0	4.827,9	4.356,9
2016	10.745,4	10.272,3	5.887,3	2.218,1	2.163,5	1.055,4	660,9	439,7	3,4	473,1	4.902,6	4.429,5
2016 II TR	2.672,6	2.551,6	1.465,1	553,0	534,7	260,3	163,6	109,2	-1,2	121,0	1.213,5	1.092,5
III TR	2.689,3	2.568,0	1.473,2	555,5	536,3	264,6	165,4	104,1	3,1	121,2	1.223,9	1.102,6
IV TR	2.715,2	2.614,1	1.488,3	558,4	559,2	267,4	166,9	122,2	8,2	101,1	1.258,8	1.157,6
2017 I TR	2.729,6	2.639,3	1.501,8	562,6	567,3	.	.	.	7,6	90,3	1.288,7	1.198,4
en porcentaje del PIB												
2016	100,0	95,6	54,8	20,6	20,1	9,8	6,2	4,1	0,0	4,4	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2016 II TR	0,3	0,4	0,4	0,3	1,2	-0,6	1,0	5,9	-	-	1,2	1,6
III TR	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	1,5	0,4	-5,0	-	-	0,4	0,3
IV TR	0,5	1,4	0,4	0,3	3,4	0,1	-0,4	17,5	-	-	1,7	3,8
2017 I TR	0,6	0,6	0,3	0,4	1,3	.	.	.	-	-	1,2	1,3
tasas de variación interanual												
2014	1,2	1,3	0,8	0,7	1,6	-0,9	4,6	3,4	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,4	4,7	5,6	-	-	6,2	6,3
2016	1,8	2,2	2,1	1,8	3,7	2,4	3,8	7,0	-	-	3,0	4,1
2016 II TR	1,6	2,3	2,0	2,0	3,7	1,9	5,2	6,2	-	-	2,7	4,2
III TR	1,8	1,9	1,9	1,7	2,5	2,6	3,9	-0,2	-	-	2,8	3,2
IV TR	1,8	2,6	2,0	1,4	5,1	1,9	1,1	19,9	-	-	3,8	5,7
2017 I TR	1,9	2,8	1,6	1,0	6,0	.	.	.	-	-	4,6	7,1
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2016 II TR	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,1	-	-
III TR	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	-	-
IV TR	0,5	1,4	0,2	0,1	0,7	0,0	0,0	0,7	0,4	-0,8	-	-
2017 I TR	0,6	0,6	0,2	0,1	0,3	.	.	.	0,1	0,0	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2014	1,2	1,3	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,8	2,1	1,1	0,4	0,7	0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,3	-	-
2016 II TR	1,6	2,2	1,1	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,5	-	-
III TR	1,8	1,8	1,1	0,3	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
IV TR	1,8	2,5	1,1	0,3	1,0	0,2	0,1	0,8	0,1	-0,7	-	-
2017 I TR	1,9	2,7	0,9	0,2	1,2	.	.	.	0,4	-0,8	-	-

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		
Precios corrientes (mm de euros)												
2014	9.109,0	150,3	1.780,3	460,9	1.713,7	417,9	460,9	1.045,5	980,7	1.777,5	321,3	1.034,5
2015	9.402,4	151,4	1.890,8	468,0	1.765,6	430,6	460,4	1.067,0	1.025,1	1.816,2	327,3	1.071,5
2016	9.637,4	149,2	1.928,2	486,6	1.817,1	445,2	449,4	1.093,6	1.068,5	1.863,5	336,1	1.108,0
2016 II TR	2.396,8	36,7	477,6	121,1	451,7	110,8	112,5	272,4	266,3	464,0	83,7	275,7
III TR	2.411,8	37,2	481,3	121,9	454,3	111,7	112,2	274,0	267,8	467,2	84,1	277,5
IV TR	2.434,2	38,6	487,1	122,9	459,9	112,5	111,3	276,6	270,3	470,4	84,6	281,0
2017 I TR	2.446,3	38,8	488,4	124,3	463,1	112,5	111,8	277,9	273,4	471,4	84,9	283,3
en porcentaje del valor añadido												
2016	100,0	1,5	20,0	5,0	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,3	3,5	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2016 II TR	0,3	-0,6	0,1	0,2	0,4	1,0	-0,6	0,2	1,3	0,3	0,0	0,4
III TR	0,4	-0,6	0,7	0,3	0,4	1,4	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5
IV TR	0,5	0,1	0,7	0,2	0,7	0,3	-0,3	0,4	0,6	0,4	0,2	0,9
2017 I TR	0,6	2,1	0,2	1,1	0,6	0,7	0,9	0,5	1,2	0,2	0,3	0,8
tasas de variación interanual												
2014	1,2	1,5	2,5	-1,2	1,3	3,8	-1,3	0,6	2,7	0,5	0,1	1,2
2015	1,9	0,5	4,1	0,1	1,8	3,0	0,1	0,7	2,8	0,9	0,1	3,2
2016	1,6	-1,6	1,6	1,7	2,3	3,0	-0,2	0,9	3,1	1,2	1,1	2,7
2016 II TR	1,5	-1,3	1,3	1,6	2,2	2,6	-0,7	0,9	3,6	1,0	1,1	2,5
III TR	1,7	-1,9	1,3	2,2	2,2	3,4	-0,2	1,0	3,1	1,3	1,2	2,8
IV TR	1,8	-2,5	2,0	1,5	2,5	3,5	-0,4	1,0	2,9	1,5	1,3	2,1
2017 I TR	1,8	1,0	1,7	1,8	2,2	3,5	-0,1	1,3	3,4	1,2	1,1	2,6
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2016 II TR	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
III TR	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
IV TR	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2017 I TR	0,6	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 II TR	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
III TR	1,7	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
IV TR	1,8	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017 I TR	1,8	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### 3 Actividad económica

#### 3.3 Empleo<sup>1)</sup>

(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>													
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
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,1	7,0
<i>tasas de variación interanual</i>													
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	-1,0	0,2	0,1	1,2	1,2	-0,4	1,8	3,1	1,0	0,9
2016	1,3	1,5	-0,2	-0,5	0,5	0,0	1,7	2,2	-0,1	1,6	2,8	1,2	0,8
2016 I TR	1,4	1,7	-0,6	-1,4	0,7	0,0	1,7	2,2	-0,2	1,6	3,3	1,2	1,5
II TR	1,4	1,7	-0,2	-0,8	0,6	-0,3	2,0	2,0	0,1	1,2	2,9	1,3	1,1
III TR	1,2	1,5	0,0	-0,1	0,5	0,0	1,7	2,0	0,0	1,9	2,7	1,2	0,5
IV TR	1,2	1,3	0,3	0,2	0,4	0,5	1,6	2,4	-0,2	1,7	2,5	1,0	0,2
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
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	21,9	6,3
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
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	1,2	1,4	0,0	0,0	0,6	0,7	0,9	2,3	-0,3	2,2	3,2	1,1	0,9
2016	1,1	1,4	0,1	-0,2	0,6	-0,1	1,6	2,0	0,1	1,4	2,8	0,8	0,6
2016 I TR	1,5	1,8	-0,1	0,0	1,0	0,3	1,7	2,5	0,0	1,5	3,8	0,9	1,2
II TR	1,5	1,6	0,9	0,1	0,9	0,0	2,1	2,3	0,8	1,9	3,4	0,9	0,9
III TR	1,0	1,2	-0,1	-0,3	0,4	-0,2	1,7	1,6	0,0	1,4	2,2	0,6	-0,1
IV TR	0,9	1,1	0,0	-0,3	0,5	-0,5	1,2	1,8	-0,3	1,1	2,0	0,9	-0,1
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
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	0,0	1,0	0,4	0,7	-0,2	1,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0
2016	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,2
2016 I TR	0,1	0,1	0,6	1,5	0,3	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,4	-0,3	-0,3
II TR	0,1	-0,1	1,1	0,9	0,3	0,3	0,1	0,2	0,7	0,7	0,5	-0,4	-0,2
III TR	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7
IV TR	-0,3	-0,2	-0,2	-0,5	0,2	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-0,6	-0,4	-0,1	-0,3

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 <sup>1)</sup>	Sub-empleo, % de población activa <sup>1)</sup>	Desempleo												Tasa de vacantes <sup>2)</sup>	
		Total		Desempleo de larga duración, % de población activa <sup>1)</sup>	Por edad				Por sexo						
		Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino				
		1	2		Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	% total puestos de trabajo		
% del total en 2016		100,0		81,8		18,2		52,2		47,8				14	
2014	160,334	4,6	18,637	11,6	6,1	15,217	10,4	3,420	23,7	9,932	11,5	8,705	11,8	1,4	
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,293	9,8	3,150	22,3	9,252	10,7	8,191	11,0	1,5	
2016	161,974	4,3	16,224	10,0	5,0	13,273	9,0	2,950	20,9	8,470	9,7	7,754	10,4	1,7	
2016 II TR	161,849	4,5	16,461	10,2	5,1	13,449	9,1	3,012	21,2	8,552	9,8	7,909	10,6	1,7	
III TR	162,465	4,1	16,082	9,9	4,8	13,162	8,9	2,920	20,6	8,382	9,6	7,700	10,3	1,6	
IV TR	162,570	4,2	15,746	9,7	4,9	12,880	8,7	2,866	20,3	8,244	9,4	7,502	10,0	1,7	
2017 I TR	.	.	15,373	9,5	.	12,656	8,5	2,717	19,3	7,962	9,1	7,411	9,9	1,9	
2016 Nov	-	-	15,795	9,7	-	12,895	8,7	2,899	20,5	8,291	9,5	7,503	10,0	-	
Dic	-	-	15,607	9,6	-	12,769	8,6	2,838	20,1	8,130	9,3	7,477	10,0	-	
2017 Ene	-	-	15,514	9,5	-	12,738	8,6	2,776	19,7	8,047	9,2	7,467	9,9	-	
Feb	-	-	15,331	9,4	-	12,626	8,5	2,705	19,3	7,942	9,1	7,389	9,8	-	
Mar	-	-	15,273	9,4	-	12,604	8,5	2,669	19,0	7,897	9,0	7,376	9,8	-	
Abr	-	-	15,040	9,3	-	12,423	8,4	2,617	18,7	7,729	8,9	7,311	9,7	-	

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 trabajo ocupados y el número de vacantes, expresado en porcentaje.

#### 3.5 Indicadores económicos a corto plazo

% del total en 2010	Producción industrial						Produc-	Índicador del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matricula-					
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad						Total	Alimen-	No aliem-	Com-						
	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12
	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0				
tasas de variación interanual																		
2014	0,8	1,7	1,1	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8					
2015	2,1	2,3	1,0	3,6	2,5	0,8	-0,8	3,6	3,2	1,7	4,2	2,4	8,8					
2016	1,4	1,5	1,8	1,6	1,1	0,1	2,2	0,3	2,2	1,3	3,0	1,8	7,2					
2016 II TR	1,0	1,1	1,2	1,3	1,0	-0,8	0,3	-2,4	2,0	0,6	3,0	2,2	8,6					
III TR	0,9	1,2	1,6	0,8	1,2	-0,5	3,4	-0,2	1,4	1,3	1,5	2,4	6,4					
IV TR	2,3	1,8	2,4	1,7	1,3	5,4	2,3	3,3	2,6	1,6	3,6	1,3	4,1					
2017 I TR	1,2	1,1	2,0	1,0	-0,7	1,9	1,7	5,5	2,0	1,0	2,8	0,7	4,8					
2016 Nov	3,4	3,0	3,0	3,4	2,7	6,5	0,8	2,5	3,0	1,7	4,2	2,1	4,5					
Dic	2,7	2,0	3,8	0,5	1,8	7,4	3,5	4,9	1,7	0,8	2,6	0,4	3,4					
2017 Ene	0,4	-0,6	0,7	-1,5	-2,5	7,7	-5,5	3,0	1,6	1,1	1,8	1,4	3,7					
Feb	1,4	1,0	2,0	1,5	-1,8	2,5	5,5	6,4	1,9	1,0	2,7	0,8	4,8					
Mar	1,9	2,6	3,2	2,7	1,9	-4,8	3,6	7,1	2,5	1,1	4,0	-0,1	5,5					
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	2,5	2,1	3,4	-1,6	4,3					
tasas de variación intermensual (d.)																		
2016 Nov	1,7	1,7	1,9	0,4	2,1	1,5	0,4	0,6	-0,1	-0,5	-0,1	0,4	2,4					
Dic	-1,0	-0,9	0,1	-2,2	-0,2	-1,5	0,2	3,1	-0,4	0,0	-0,2	-0,4	2,2					
2017 Ene	0,2	-0,2	-1,0	1,0	-1,3	2,8	-2,7	-2,9	0,1	0,0	-0,3	0,5	0,8					
Feb	-0,1	0,4	1,2	1,0	-1,2	-4,9	5,5	2,1	0,6	0,3	0,8	-0,4	0,8					
Mar	-0,1	0,4	0,3	0,2	2,0	-3,2	-1,1	0,9	0,2	-0,1	0,8	0,0	-0,5					
Abr	.	.	.	.	.	.	.	0,1	0,6	-0,4	-0,8	0,1	0,1					

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)

Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldo neto, salvo indicación en contrario)								Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	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 manufac-turas	Producción manufac-turera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de produc-ción	
	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	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,3	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,8	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 II TR	104,2	-3,4	81,6	-7,9	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
III TR	104,2	-2,9	82,0	-8,3	-16,0	0,3	10,3	89,3	52,1	53,7	52,6	52,9
IV TR	106,9	-0,6	82,4	-6,5	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2017 I TR	108,0	1,1	82,6	-5,5	-11,0	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
2016 Dic	107,8	0,0	-	-5,2	-12,1	3,5	13,0	-	54,9	56,1	53,7	54,4
2017 Ene	108,0	0,8	82,5	-4,9	-12,9	2,3	12,9	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
Feb	108,0	1,3	-	-6,4	-10,1	1,8	13,9	-	55,4	57,3	55,5	56,0
Mar	108,0	1,3	-	-5,1	-9,9	1,8	12,8	-	56,2	57,5	56,0	56,4
Abr	109,7	2,6	82,6	-3,6	-6,0	3,1	14,2	89,4	56,7	57,9	56,4	56,8
May	109,2	2,8	-	-3,3	-5,7	2,0	13,0	-	57,0	58,3	56,3	56,8

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

#### 3.7 Resumen de indicadores de los hogares y de sociedades no financieras

(precios corrientes, salvo indicación en contrario; datos sin desestacionalizar)

Tasa de ahorro (bruta) <sup>1)</sup>	Hogares							Sociedades no financieras					
	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Finan-ciación	
	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	95,6	-0,5	1,1	-5,0	1,0	-1,2	32,6	4,4	129,6	2,1	-0,4	0,7
2014	12,6	94,7	0,7	1,8	1,0	2,6	1,0	33,0	4,9	131,0	2,6	6,8	1,4
2015	12,4	94,0	1,8	2,1	2,5	3,3	2,3	34,5	6,6	133,1	3,9	2,8	2,1
2016 I TR	12,4	93,5	2,4	1,9	3,9	1,9	3,1	34,1	6,8	132,1	3,9	4,3	2,1
II TR	12,5	93,5	2,4	2,2	6,6	3,1	3,6	33,9	7,0	133,3	3,7	3,8	2,0
III TR	12,5	93,5	1,6	2,2	5,7	4,2	3,9	34,0	7,3	132,1	3,4	3,8	1,8
IV TR	12,3	93,5	1,2	2,0	5,6	4,4	4,4	33,9	7,4	133,4	3,4	8,1	1,8

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

4) Basada en el saldo vivo de los préstamos, valores representativos de deuda, créditos comerciales y pasivos de los planes 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 <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria			
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016 II TR	895,0	793,4	101,6	519,9	421,1	193,0	178,1	155,7	139,1	26,5	55,1	7,1	7,3
III TR	902,5	812,8	89,6	524,3	431,4	197,0	177,6	154,6	136,4	26,7	67,4	6,6	5,5
IV TR	935,2	861,1	74,1	542,4	453,3	199,8	204,8	165,2	138,7	27,9	64,4	9,5	10,1
2017 I TR	940,6	842,4	98,2	555,8	471,9	204,5	179,0	153,0	134,9	27,3	56,6	6,7	6,3
2016 Oct	307,4	284,9	22,5	176,9	149,1	67,0	68,3	54,5	45,6	9,0	21,9	1,9	2,7
Nov	315,6	288,4	27,3	181,8	151,6	66,6	69,0	58,4	45,9	8,9	21,9	2,3	2,8
Dic	312,2	287,8	24,4	183,7	152,6	66,2	67,5	52,3	47,1	10,1	20,6	5,3	4,6
2017 Ene	313,2	286,9	26,3	182,8	157,3	67,4	63,6	53,9	43,0	9,1	23,1	2,0	2,2
Feb	313,8	276,0	37,8	186,3	156,9	69,1	59,0	49,7	45,9	8,7	14,2	2,8	1,6
Mar	313,6	279,5	34,1	186,7	157,7	68,0	56,5	49,4	46,0	9,5	19,4	1,9	2,5
transacciones acumuladas de 12 meses													
2017 Mar	3.673,3	3.309,8	363,6	2.142,4	1.777,7	794,3	739,5	628,4	549,0	108,3	243,6	29,9	29,2
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB													
2017 Mar	34,0	30,6	3,4	19,8	16,4	7,3	6,8	5,8	5,1	1,0	2,3	0,3	0,3

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

#### 3.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro<sup>1)</sup>, en términos nominales y reales por grupos de productos<sup>2)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

Exporta- ciones	Importa- ciones	Total (s.d.)			Exportaciones (FOB)			Pro memoria: Manu- facturas	Importaciones (CIF)					
		Total			Bienes intermedios				Total			Pro memoria		
		1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)														
2016 II TR	0,0	-3,4	504,6	231,6	106,1	153,4	425,1	433,5	237,3	72,6	115,9	322,4	41,9	
III TR	-0,1	-1,7	508,9	237,2	103,3	154,2	426,3	443,2	244,1	72,3	117,4	327,8	43,8	
IV TR	2,2	2,3	525,3	244,5	108,4	157,4	439,4	460,0	256,4	74,0	119,1	334,1	50,3	
2017 I TR	10,2	12,4	537,1	.	.	.	447,2	479,8	.	.	.	338,6	.	
2016 Oct	-4,5	-2,8	170,3	79,0	34,7	51,5	141,7	150,6	83,0	24,9	39,4	110,5	16,1	
Nov	5,5	5,3	175,8	82,3	35,1	53,2	147,0	153,5	86,1	24,1	39,8	111,8	16,5	
Dic	6,1	4,7	179,2	83,1	38,6	52,7	150,7	155,9	87,3	25,0	39,9	111,8	17,7	
2017 Ene	12,6	17,3	177,3	84,5	34,8	53,2	145,9	161,9	93,0	25,9	39,6	113,8	21,0	
Feb	4,9	6,4	178,7	85,1	35,7	52,6	149,6	159,9	92,3	25,2	39,0	113,1	20,7	
Mar	13,1	13,7	181,1	.	.	.	151,6	158,0	.	.	.	111,7	.	
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)														
2016 II TR	2,4	5,1	118,0	114,3	117,7	123,9	117,7	108,2	107,0	107,0	111,4	111,3	99,8	
III TR	0,7	1,8	118,2	116,1	113,5	124,0	117,3	109,2	108,1	106,3	111,8	112,2	100,8	
IV TR	1,4	0,7	120,4	118,1	118,0	124,8	119,8	109,6	108,7	105,9	111,5	112,0	105,2	
2017 I TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2016 Sep	2,7	1,2	118,6	117,4	113,7	124,3	118,0	108,7	107,9	104,6	111,5	111,5	97,7	
Oct	-4,8	-2,1	118,1	115,2	113,9	124,3	116,8	109,5	108,0	108,3	111,9	112,5	104,0	
Nov	4,7	4,6	121,0	119,8	115,4	126,0	120,2	110,7	110,8	104,7	111,9	113,0	108,2	
Dic	4,7	-0,3	122,0	119,2	124,9	124,2	122,4	108,6	107,4	104,8	110,8	110,6	103,3	
2017 Ene	8,8	6,4	119,6	119,4	113,3	124,1	117,7	109,9	111,1	107,8	107,3	111,1	113,6	
Feb	0,7	-3,7	120,4	120,6	115,5	122,3	120,7	109,0	110,3	104,8	107,6	111,0	112,9	

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 Consumo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Índice: 2015 = 100	Total			Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>								Pro memoria: Precios administrados	
	Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios administrados		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2
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
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 II TR	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	1,0	0,0	2,0	0,2	-0,1	0,0
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
IV TR	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2017 I TR	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,9	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
2016 Dic	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,0	1,8	0,3	1,3	0,3
2017 Ene	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,8	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4
Feb	100,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,2	0,1	1,7	-0,1	-0,2	0,2	2,2	0,5
Mar	101,7	1,5	0,7	2,0	1,0	-0,1	0,1	-1,6	0,0	-0,8	0,1	1,7	0,7
Abr	102,0	1,9	1,2	1,9	1,8	0,2	0,2	-0,5	0,0	0,3	0,4	2,0	1,3
May <sup>3)</sup>	101,9	1,4	0,9	.	1,3	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-1,2	-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	Vivienda	Alquileres	Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% del total en 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2	
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	
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2	
2016 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	
IV TR	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2	
2017 I TR	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7	
2016 Dic	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2	
2017 Ene	1,8	0,7	3,5	2,5	0,5	8,1	1,3	1,3	1,3	-1,0	1,7	0,7	
Feb	2,5	0,8	5,3	2,6	0,2	9,3	1,2	1,2	1,9	-0,9	1,7	0,8	
Mar	1,8	1,0	3,1	2,1	0,3	7,4	1,3	1,2	1,9	-1,2	0,9	0,8	
Abr	1,5	1,1	2,2	2,2	0,3	7,6	1,3	1,3	3,3	-1,2	2,8	0,8	
May <sup>3)</sup>	1,5	1,5	1,6	.	0,3	4,6	.	.	.	.	.	.	

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, 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 <sup>1)</sup>										Cons-trucción	Precios de los inmuebles residen-ciales <sup>2)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>2)</sup>								
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía												
		Industria manufac-turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo															
			Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Total	Alimen-tación, bebidas y tabaco	No ali-men-tación													
% del total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9	11	12	13								
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,1	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,4								
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,1	-8,2	0,2	1,6	4,5								
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,3	5,4								
2016 II TR	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,7	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,1								
III TR	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,2	-5,9	0,4	3,4	8,8								
IV TR	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,3	0,1	0,4	1,1	3,8	4,3								
2017 I TR	104,7	4,1	4,0	2,0	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	10,0	-	-	-								
2016 Nov	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,3	0,2	-0,8	-	-	-								
Dic	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,1	1,8	0,0	3,8	-	-	-								
2017 Ene	104,8	3,9	3,7	1,5	2,1	0,8	1,5	2,2	0,2	10,4	-	-	-								
Feb	104,8	4,5	4,4	2,1	3,4	0,8	1,7	2,6	0,2	11,4	-	-	-								
Mar	104,5	3,9	4,0	2,4	3,9	0,9	1,9	3,0	0,3	8,3	-	-	-								
Abr	104,5	4,3	3,9	2,5	4,0	0,9	2,3	3,4	0,3	9,1	-	-	-								

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

1) Únicamente ventas interiores.

2) 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 deflactores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflactores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)							
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exporta-ciones <sup>1)</sup>	Importa-ciones <sup>1)</sup>		Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>				
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total		Ali-men-tación	No ali-men-tación				
										Total	Ali-men-tación	No ali-men-tación	Total	Ali-men-tación	No ali-men-tación		
% del total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6		
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,8	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4		
2015	105,9	1,2	0,3	0,2	0,5	0,7	0,2	-1,8	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7		
2016	106,7	0,8	0,5	0,3	0,7	0,8	-1,4	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9		
2016 II TR	106,5	0,8	0,2	0,0	0,6	0,6	-2,5	-4,2	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3		
III TR	106,7	0,7	0,6	0,2	0,7	0,7	-1,6	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3		
IV TR	107,2	0,7	0,8	0,8	0,8	1,2	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5		
2017 I TR	107,2	0,7	1,2	1,6	1,0	1,7	2,7	4,3	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4		
2016 Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8		
2017 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,2	7,2	34,0	13,1	0,9	32,0		
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,4	8,0	37,4	15,5	1,7	36,0		
Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	48,7	14,6	2,7	28,5	10,5	-2,2	29,3		
Apr	-	-	-	-	-	-	-	-	49,6	11,4	1,2	23,2	9,9	-0,5	24,8		
May	-	-	-	-	-	-	-	-	46,0	6,8	-2,5	17,8	7,0	-1,7	19,7		

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

1) Los deflactores 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 (saldo en porcentaje)					Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	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	4,7	-	-	-2,0	34,9	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,0	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,3	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 II TR	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-1,4	47,5	54,4	48,5	49,0
III TR	-0,2	1,0	4,5	-6,6	0,5	51,4	54,0	49,6	49,8
IV TR	4,6	3,1	4,9	-5,4	2,4	58,6	54,9	51,6	50,5
2017 I TR	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4
2016 Dic	5,4	4,0	4,9	-5,1	3,7	63,2	56,0	52,5	51,4
2017 Ene	8,3	4,9	6,7	-5,1	9,2	67,0	56,4	54,0	50,9
Feb	9,0	6,3	6,4	-3,1	13,8	68,3	56,9	55,4	51,1
Mar	9,6	5,1	6,1	-2,9	15,6	68,1	56,8	55,6	52,2
Abr	8,2	5,5	6,7	2,3	13,5	67,1	56,5	55,4	51,7
May	8,2	3,7	5,4	-0,6	11,8	62,0	55,9	54,1	51,7

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: índicador de salarios negociados <sup>1)</sup>	
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado		
% del total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	7	
	1	2	3	4	5	6		
2014	102,6	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,7	
2015	104,2	1,5	1,9	0,5	1,5	1,6	1,5	
2016	105,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,6	1,4	
2016 II TR	109,1	1,1	0,9	1,4	0,9	1,3	1,5	
III TR	102,5	1,4	1,6	1,1	1,2	1,7	1,5	
IV TR	112,2	1,6	1,6	1,5	1,7	1,5	1,4	
2017 I TR	.	.	.	.	.	.	1,5	

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 finan- cieras y de seguros	Activi- dad inmo- biliaria	Actividades profesional- es, adminis- trativas y servicios auxiliares	Administración pública, educa- ción, 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													
2014	104,5	0,7	-1,3	-0,9	1,2	0,5	-0,9	2,2	1,7	1,0	1,6	1,5	
2015	104,8	0,3	-0,1	-2,2	0,8	0,8	0,6	0,2	3,6	1,9	1,2	1,8	
2016	105,7	0,8	1,8	0,1	-0,2	0,7	0,4	1,6	4,1	1,1	1,4	1,8	
2016 I TR	105,5	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,9	1,1	1,4	4,5	2,1	1,6	2,7	
II TR	105,6	0,9	1,5	0,0	-0,6	1,2	0,7	1,8	3,8	0,6	1,6	1,8	
III TR	105,8	0,8	2,0	0,3	-0,6	0,7	-0,3	1,8	3,8	0,6	1,4	1,5	
IV TR	106,1	0,8	3,8	-0,4	0,5	0,6	0,2	1,4	4,3	1,1	1,2	1,5	
Remuneración por asalariado													
2014	106,5	1,3	0,2	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1	
2015	107,9	1,3	1,4	1,7	0,8	1,5	2,4	0,6	2,5	1,6	1,1	1,0	
2016	109,3	1,3	0,7	1,1	1,4	1,3	1,2	1,4	3,4	1,4	1,5	2,1	
2016 I TR	108,9	1,3	0,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,7	3,6	1,5	1,3	2,1	
II TR	109,1	1,2	1,0	0,8	1,3	1,3	1,2	1,0	3,5	1,3	1,3	1,8	
III TR	109,5	1,3	0,2	1,2	1,6	1,2	1,0	1,6	2,8	1,0	1,6	2,2	
IV TR	110,1	1,5	1,1	1,2	1,6	1,5	1,3	1,2	3,5	1,6	1,7	2,5	
Productividad del trabajo por persona ocupada													
2014	102,0	0,7	1,5	2,9	0,5	0,6	3,1	-0,5	-0,2	0,5	-0,5	-0,4	
2015	102,9	1,0	1,5	4,0	0,0	0,7	1,8	0,4	-1,0	-0,3	-0,1	-0,8	
2016	103,4	0,5	-1,1	1,0	1,6	0,6	0,8	-0,2	-0,7	0,3	0,0	0,3	
2016 I TR	103,3	0,3	0,4	1,1	1,4	0,4	0,1	0,3	-0,9	-0,5	-0,3	-0,6	
II TR	103,2	0,2	-0,5	0,7	1,9	0,1	0,5	-0,8	-0,3	0,7	-0,3	0,0	
III TR	103,5	0,5	-1,8	0,8	2,2	0,5	1,4	-0,1	-0,9	0,4	0,2	0,7	
IV TR	103,8	0,7	-2,6	1,6	1,1	0,9	1,1	-0,2	-0,7	0,4	0,5	1,0	
Remuneración por hora trabajada													
2014	108,5	1,2	1,2	1,5	1,4	1,2	2,1	1,7	1,3	1,2	0,9	1,2	
2015	109,7	1,1	1,3	1,2	0,1	1,4	1,2	0,7	2,1	1,3	1,0	1,0	
2016	111,3	1,5	0,2	1,0	1,8	1,4	1,3	1,3	3,6	1,3	1,8	2,7	
2016 I TR	110,5	1,2	-1,0	0,9	1,2	1,2	1,0	1,4	3,0	1,0	1,6	2,6	
II TR	110,7	1,2	0,1	0,4	1,3	1,3	0,9	0,7	3,2	1,1	1,9	2,5	
III TR	111,3	1,6	0,7	1,2	2,2	1,1	1,3	1,7	3,6	1,2	2,1	3,3	
IV TR	112,1	1,8	1,3	1,0	2,3	1,9	1,8	1,4	4,8	1,7	1,7	3,2	
Productividad del trabajo por hora													
2014	104,2	0,7	2,1	2,5	0,2	0,9	3,1	-0,4	0,0	0,4	-0,6	-0,1	
2015	105,0	0,8	0,5	3,5	-0,6	0,9	0,7	0,3	-1,5	-0,3	-0,2	-0,8	
2016	105,7	0,6	-1,4	1,0	1,8	0,7	1,0	-0,4	-0,5	0,3	0,4	0,5	
2016 I TR	105,3	0,2	-1,0	0,8	1,1	0,4	-0,2	0,1	-0,8	-1,0	0,0	-0,3	
II TR	105,1	0,2	-1,4	0,4	1,6	0,1	0,3	-1,5	-1,0	0,2	0,2	0,2	
III TR	105,6	0,8	-1,6	0,9	2,4	0,5	1,8	-0,2	-0,4	0,9	0,7	1,4	
IV TR	106,0	1,0	-2,2	1,5	2,0	1,3	1,7	-0,1	-0,1	0,9	0,5	1,3	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 5 Dinero y crédito

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

(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											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años	7	8	9
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses								
	1	2	3	4	5	6				10	11	12
	Saldos vivos											
2014	969,5	4.970,5	5.939,9	1.581,7	2.147,6	3.729,4	9.669,3	121,5	422,2	107,3	651,0	10.320,3
2015	1.036,5	5.566,3	6.602,8	1.439,2	2.159,8	3.599,1	10.201,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10.829,1
2016	1.073,1	6.117,0	7.190,1	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11.373,0
2016 II TR	1.054,6	5.821,2	6.875,8	1.411,0	2.170,0	3.581,0	10.456,8	84,2	481,7	94,8	660,7	11.117,5
III TR	1.066,6	5.946,7	7.013,3	1.393,3	2.172,6	3.565,8	10.579,2	80,5	494,2	93,9	668,6	11.247,8
IV TR	1.073,1	6.117,0	7.190,1	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11.373,0
2017 I TR	1.088,6	6.303,2	7.391,8	1.306,1	2.180,0	3.486,0	10.877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11.586,2
2016 Nov	1.075,2	6.069,6	7.144,7	1.350,7	2.171,9	3.522,6	10.667,4	72,5	504,0	99,0	675,6	11.342,9
Dic	1.073,1	6.117,0	7.190,1	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11.373,0
2017 Ene	1.081,8	6.154,8	7.236,6	1.329,8	2.178,1	3.507,8	10.744,4	75,1	513,2	98,6	686,9	11.431,3
Feb	1.086,1	6.208,4	7.294,5	1.325,2	2.178,0	3.503,2	10.797,7	66,7	505,9	99,7	672,4	11.470,1
Mar	1.088,6	6.303,2	7.391,8	1.306,1	2.180,0	3.486,0	10.877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11.586,2
Abr (p)	1.092,3	6.344,4	7.436,7	1.279,6	2.183,0	3.462,6	10.899,3	73,2	511,5	82,7	667,4	11.566,8
	Operaciones											
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	12,9	26,8	372,7
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	51,4	-26,6	-23,1	482,3
2016	36,7	544,6	581,3	-107,9	16,0	-91,9	489,4	-4,3	40,4	17,9	54,0	543,4
2016 II TR	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,9	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
III TR	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,5	126,5	-3,7	12,9	-2,2	7,1	133,5
IV TR	6,5	156,2	162,6	-65,4	3,3	-62,1	100,5	-10,4	25,3	2,2	17,2	117,7
2017 I TR	15,5	188,7	204,2	-11,7	4,1	-7,6	196,6	3,1	10,8	7,2	21,2	217,8
2016 Nov	2,8	80,9	83,7	-11,9	-1,3	-13,2	70,5	-2,1	2,0	8,2	8,1	78,6
Dic	-2,1	46,9	44,7	-28,5	3,8	-24,6	20,1	-2,1	15,5	-2,2	11,2	31,3
2017 Ene	8,7	41,5	50,2	12,0	2,2	14,2	64,5	4,7	-6,3	1,2	-0,4	64,1
Feb	4,3	50,1	54,4	-5,2	-0,2	-5,4	49,0	-8,5	-7,3	1,0	-14,8	34,3
Mar	2,4	97,1	99,5	-18,4	2,0	-16,4	83,1	6,9	24,4	5,1	36,4	119,5
Abr (p)	3,7	45,8	49,5	-24,9	3,2	-21,7	27,8	-0,2	-18,8	-22,0	-41,0	-13,2
	Tasas de crecimiento											
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,3	4,3	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,5	-3,5	4,7
2016	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2016 II TR	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,3	6,0	5,1
III TR	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,0	13,9	5,7	5,1
IV TR	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2017 I TR	3,7	10,1	9,1	-7,4	0,8	-2,5	5,1	-14,4	13,9	6,0	9,0	5,3
2016 Nov	3,8	9,4	8,5	-5,4	0,6	-1,8	4,9	-15,8	4,5	12,5	2,9	4,7
Dic	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2017 Ene	3,6	9,3	8,4	-6,7	0,8	-2,2	4,7	-7,3	8,5	12,4	7,0	4,8
Feb	3,9	9,2	8,4	-6,2	0,7	-2,1	4,8	-24,4	7,9	7,9	3,5	4,7
Mar	3,7	10,1	9,1	-7,4	0,8	-2,5	5,1	-14,4	13,9	6,0	9,0	5,3
Abr (p)	4,2	10,1	9,2	-8,6	0,9	-2,8	5,1	-16,7	8,5	-15,4	1,5	4,9

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 M3<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Institucio-nes finan- cieras distin- tas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Adminis-traciones Públi- cas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponi- bles con preaviso hasta 3 meses	Cesio-nes tem-porales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponi- bles con preaviso hasta 3 meses	Cesio-nes tem-porales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2014	1.863,4	1.366,3	365,1	112,6	19,4	5.555,6	2.749,5	812,1	1.991,1	2,8	847,2	222,2	332,9
2015	1.950,8	1.503,1	321,8	117,5	8,4	5.748,9	3.059,7	695,1	1.991,7	2,4	949,7	225,8	364,7
2016	2.077,2	1.656,4	293,9	118,3	8,6	6.049,8	3.399,6	643,6	2.004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2016 II TR	2.034,8	1.594,2	314,0	118,2	8,4	5.904,1	3.214,2	688,8	1.998,1	3,0	957,0	210,7	379,9
III TR	2.069,0	1.622,9	317,7	119,3	9,1	5.977,7	3.301,8	672,0	2.001,3	2,6	953,9	206,2	386,3
IV TR	2.077,2	1.656,4	293,9	118,3	8,6	6.049,8	3.399,6	643,6	2.004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2017 I TR	2.170,7	1.743,4	303,6	117,4	6,4	6.139,6	3.503,1	620,0	2.013,7	2,7	972,4	190,9	389,1
2016 Nov	2.086,3	1.654,7	304,8	118,4	8,5	6.029,6	3.371,5	652,6	2.002,9	2,5	959,4	206,3	383,1
Dic	2.077,2	1.656,4	293,9	118,3	8,6	6.049,8	3.399,6	643,6	2.004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2017 Ene	2.121,3	1.697,8	299,2	117,3	7,0	6.087,8	3.438,6	636,0	2.010,5	2,7	940,9	194,6	392,9
Feb	2.142,8	1.717,2	301,5	117,3	6,8	6.111,8	3.469,5	627,5	2.012,0	2,8	937,0	195,4	391,3
Mar	2.170,7	1.743,4	303,6	117,4	6,4	6.139,6	3.503,1	620,0	2.013,7	2,7	972,4	190,9	389,1
Abr (p)	2.164,5	1.745,6	294,9	117,2	6,8	6.156,7	3.524,1	611,6	2.017,6	3,4	962,7	199,7	396,7
Operaciones													
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015	83,9	123,7	-33,5	4,9	-11,2	193,6	303,0	-109,9	0,9	-0,4	84,0	-0,1	30,3
2016	129,7	153,3	-24,1	0,3	0,2	302,0	335,5	-46,1	13,4	-0,8	29,0	-29,3	17,1
2016 II TR	27,6	36,6	-8,9	1,1	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,8	-8,5	3,7
III TR	35,2	29,9	3,9	0,7	0,7	73,8	87,7	-16,6	3,2	-0,5	-0,2	-4,2	6,2
IV TR	5,2	28,6	-21,8	-1,1	-0,5	71,8	93,1	-23,8	3,4	-0,9	21,6	-10,0	-4,9
2017 I TR	96,3	88,4	11,1	-1,0	-2,2	90,0	103,9	-23,9	8,8	1,1	-5,6	-5,1	8,6
2016 Nov	24,0	26,8	-3,3	-1,0	1,5	28,6	36,2	-7,4	0,1	-0,3	23,5	-0,4	-10,1
Dic	-9,4	1,2	-10,7	0,0	0,1	19,9	27,9	-9,1	1,9	-0,8	21,9	-9,8	-2,3
2017 Ene	46,7	43,2	6,1	-1,0	-1,6	38,8	39,6	-7,4	5,6	1,0	-35,6	-1,7	12,3
Feb	19,9	17,9	2,3	0,0	-0,2	22,9	30,4	-9,1	1,5	0,1	-6,3	0,9	-1,2
Mar	29,7	27,3	2,7	0,0	-0,4	28,3	34,0	-7,4	1,7	-0,1	36,4	-4,3	-2,5
Abr (p)	-2,7	4,1	-7,0	-0,2	0,5	18,2	21,8	-8,2	4,0	0,7	-8,0	9,0	7,3
Tasas de crecimiento													
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	4,5	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,7	0,0	9,1
2016	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 II TR	8,0	11,1	-3,0	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,0	-8,5	10,3
III TR	7,5	9,9	-1,3	1,8	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
IV TR	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 I TR	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6
2016 Nov	7,1	10,1	-3,8	0,1	-5,3	5,4	11,1	-5,8	0,7	-32,6	0,3	-8,0	3,1
Dic	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 Ene	7,1	10,5	-5,5	-0,1	-26,8	5,5	11,4	-7,7	0,9	-19,8	-1,2	-13,5	5,6
Feb	7,6	10,9	-4,7	-0,3	-26,7	5,4	11,5	-8,9	0,9	-4,8	-2,2	-15,3	5,1
Mar	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6
Abr (p)	7,1	10,6	-6,7	-0,4	-20,0	5,3	11,4	-11,0	1,2	-5,0	1,4	-7,1	5,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Dinero y crédito

### 5.3 Crédito a residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.504,8	10.454,5	10.726,7	4.316,6	5.200,7	808,1	129,0	1.280,0	770,3
2015	3.904,2	1.112,3	2.789,5	12.599,4	10.512,0	10.807,4	4.290,7	5.307,6	790,1	123,5	1.305,1	782,3
2016	4.397,6	1.082,0	3.302,4	12.843,0	10.674,1	10.981,8	4.313,4	5.410,1	838,2	112,5	1.384,6	784,3
2016 II TR	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.664,0	10.566,1	10.870,4	4.312,7	5.348,3	801,2	103,9	1.342,5	755,4
III TR	4.272,2	1.105,2	3.153,7	12.768,5	10.623,5	10.927,4	4.302,5	5.379,3	832,6	109,1	1.364,5	780,5
IV TR	4.397,6	1.082,0	3.302,4	12.843,0	10.674,1	10.981,8	4.313,4	5.410,1	838,2	112,5	1.384,6	784,3
2017 I TR	4.438,5	1.070,4	3.353,9	12.976,8	10.757,7	11.055,7	4.333,8	5.459,2	851,7	112,9	1.426,9	792,2
2016 Nov	4.320,9	1.092,5	3.215,0	12.848,3	10.699,2	10.981,6	4.336,1	5.407,4	839,8	115,9	1.378,2	770,8
Dic	4.397,6	1.082,0	3.302,4	12.843,0	10.674,1	10.981,8	4.313,4	5.410,1	838,2	112,5	1.384,6	784,3
2017 Ene	4.383,3	1.087,3	3.282,3	12.882,2	10.696,5	10.995,8	4.329,3	5.422,9	829,8	114,6	1.399,5	786,2
Feb	4.399,6	1.073,3	3.312,5	12.913,4	10.720,0	11.012,1	4.334,6	5.443,9	829,9	111,6	1.400,4	793,0
Mar	4.438,5	1.070,4	3.353,9	12.976,8	10.757,7	11.055,7	4.333,8	5.459,2	851,7	112,9	1.426,9	792,2
Abr (p)	4.466,6	1.074,1	3.378,2	12.958,4	10.743,0	11.043,1	4.337,0	5.467,8	824,0	114,3	1.426,7	788,6
Operaciones												
2014	73,8	16,4	57,4	-101,9	-47,1	-32,4	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	35,0
2015	284,9	-21,1	305,7	86,9	58,2	75,9	-13,8	98,3	-20,5	-5,7	25,1	3,5
2016	458,9	-34,9	493,7	316,8	233,4	253,2	78,4	119,8	46,3	-11,1	80,0	3,4
2016 II TR	116,4	-8,9	125,2	54,8	22,1	60,2	19,3	14,5	-6,7	-5,0	31,1	1,6
III TR	69,3	-7,3	76,3	112,7	70,3	73,6	3,9	33,8	27,5	5,2	20,3	22,1
IV TR	153,2	-20,3	173,6	80,0	61,7	65,3	19,8	35,3	3,4	3,3	17,6	0,7
2017 I TR	74,3	-11,0	84,7	148,8	98,9	92,6	29,1	51,6	17,8	0,5	40,9	8,9
2016 Nov	45,3	-7,0	52,2	36,0	37,5	20,7	16,0	18,9	1,3	1,3	5,4	-6,9
Dic	69,1	-7,8	77,1	1,9	-9,5	15,2	-14,9	9,2	-0,3	-3,5	4,5	7,0
2017 Ene	20,0	5,2	14,2	52,1	30,5	24,1	18,8	14,0	-4,4	2,1	16,0	5,6
Feb	7,6	-13,0	20,5	23,9	20,0	12,8	3,8	20,0	-0,9	-3,0	-0,5	4,4
Mar	46,8	-3,2	50,0	72,8	48,5	55,8	6,5	17,6	23,0	1,3	25,5	-1,1
Abr (p)	28,1	3,6	24,3	-7,8	-4,7	-3,2	8,2	11,2	-25,6	1,4	-0,4	-2,7
Tasas de crecimiento												
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,4	2,0	0,4
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5
2016 II TR	11,7	-2,8	18,1	1,6	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-2,9
III TR	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,4	-10,7	3,5	0,8
IV TR	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5
2017 I TR	10,2	-4,2	15,7	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4
2016 Nov	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,4	-6,7	7,3	-1,0
Dic	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5
2017 Ene	10,6	-2,9	15,9	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	5,1	-8,6	6,8	2,6
Feb	9,9	-3,9	15,2	2,6	2,0	2,3	1,4	2,4	4,4	-11,4	6,4	3,6
Mar	10,2	-4,2	15,7	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4
Abr (p)	9,7	-4,2	15,0	2,9	2,2	2,6	1,6	2,6	2,8	1,4	7,7	4,3

Fuente: BCE.

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

2) 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 nocialal 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 euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>				Hogares <sup>3)</sup>					
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Saldos vivos										
2014	4.316,6	4.269,9	1.112,3	724,3	2.480,0	5.200,7	5.546,1	563,5	3.860,9	776,4
2015	4.290,7	4.272,9	1.041,1	761,5	2.488,2	5.307,6	5.640,6	595,9	3.948,4	763,3
2016	4.313,4	4.313,2	998,5	797,6	2.517,3	5.410,1	5.726,7	616,5	4.044,9	748,7
2016 II TR	4.312,7	4.293,2	1.043,0	777,5	2.492,1	5.348,3	5.683,5	604,1	3.986,3	757,9
III TR	4.302,5	4.291,6	1.011,5	787,9	2.503,1	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,2	752,6
IV TR	4.313,4	4.313,2	998,5	797,6	2.517,3	5.410,1	5.726,7	616,5	4.044,9	748,7
2017 I TR	4.333,8	4.335,6	1.003,8	802,6	2.527,5	5.459,2	5.770,6	628,2	4.085,7	745,3
2016 Nov	4.336,1	4.312,1	1.031,9	798,7	2.505,4	5.407,4	5.723,4	614,9	4.038,5	754,0
Dic	4.313,4	4.313,2	998,5	797,6	2.517,3	5.410,1	5.726,7	616,5	4.044,9	748,7
2017 Ene	4.329,3	4.322,3	1.013,9	799,6	2.515,7	5.422,9	5.743,6	620,8	4.052,2	749,9
Feb	4.334,6	4.325,3	1.011,3	798,3	2.525,0	5.443,9	5.757,2	623,8	4.072,3	747,8
Mar	4.333,8	4.335,6	1.003,8	802,6	2.527,5	5.459,2	5.770,6	628,2	4.085,7	745,3
Abr (p)	4.337,0	4.343,2	997,8	804,2	2.535,0	5.467,8	5.778,0	629,5	4.096,4	741,9
Operaciones										
2014	-60,6	-67,0	-14,1	2,6	-49,0	-14,9	5,5	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,8	22,8	-64,2	31,9	18,5	98,3	76,1	21,9	80,0	-3,6
2016	78,4	93,5	-18,4	43,2	53,6	119,8	112,5	24,1	105,2	-9,4
2016 II TR	19,3	23,7	-4,2	8,5	14,9	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
III TR	3,9	9,0	-23,7	13,4	14,2	33,8	27,8	5,1	32,5	-3,8
IV TR	19,8	31,2	-9,8	8,4	21,2	35,3	30,4	9,3	30,6	-4,7
2017 I TR	29,1	33,9	8,6	7,0	13,5	51,6	46,2	10,6	40,2	0,8
2016 Nov	16,0	8,4	5,9	7,6	2,5	18,9	10,8	2,6	15,6	0,7
Dic	-14,9	9,4	-29,3	-1,8	16,1	9,2	10,0	2,4	10,4	-3,6
2017 Ene	18,8	13,5	16,5	2,1	0,2	14,0	18,6	4,8	7,5	1,7
Feb	3,8	1,6	-2,9	-1,1	7,8	20,0	12,5	1,9	18,6	-0,5
Mar	6,5	18,8	-5,0	6,0	5,6	17,6	15,1	4,0	14,0	-0,4
Abr (p)	8,2	11,9	-4,1	3,0	9,3	11,2	10,3	2,1	11,6	-2,6
Tasas de crecimiento										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,4	-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	3,9	2,1	-0,5
2016	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2016 II TR	1,3	1,8	-2,0	5,1	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
III TR	1,4	1,9	-3,0	6,4	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
IV TR	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017 I TR	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
2016 Nov	1,8	2,1	-1,9	6,6	1,9	2,1	1,9	3,7	2,5	-1,2
Dic	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017 Ene	1,7	2,2	-1,9	5,3	2,1	2,4	2,2	4,6	2,7	-0,9
Feb	1,4	1,9	-2,3	3,8	2,3	2,4	2,3	4,2	2,8	-1,0
Mar	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
Abr (p)	1,6	2,4	-3,1	4,8	2,6	2,6	2,4	4,6	3,0	-1,2

Fuente: BCE.

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

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

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

4) 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 nocialional prestados por las IFM.

## 5 Dinero y crédito

### 5.5 Contrapartidas de M3 distintas del crédito a residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

Tenencias de la Administración Central <sup>[2]</sup>	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Total	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		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 <sup>[3]</sup>	Adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central <sup>[3]</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2014	269,4	7.131,5	2.186,6	92,2	2.391,5	2.461,1	1.380,4	220,3	184,5	139,7
2015	284,8	6.996,9	2.119,7	79,8	2.254,0	2.543,5	1.343,8	263,4	205,9	135,6
2016	318,8	6.916,2	2.054,4	70,6	2.138,7	2.652,5	1.130,8	236,5	205,9	121,6
2016 II TR	319,3	7.006,8	2.094,1	74,6	2.175,8	2.662,3	1.292,4	295,3	238,0	144,0
III TR	310,1	6.961,3	2.068,5	72,4	2.125,4	2.695,0	1.196,7	281,7	209,2	129,1
IV TR	318,8	6.916,2	2.054,4	70,6	2.138,7	2.652,5	1.130,8	236,5	205,9	121,6
2017 I TR	303,5	6.881,0	2.033,5	69,2	2.100,3	2.678,0	1.105,1	250,4	182,2	111,8
2016 Nov	296,6	6.932,4	2.061,7	71,9	2.134,5	2.664,3	1.109,3	293,4	194,7	121,3
Dic	318,8	6.916,2	2.054,4	70,6	2.138,7	2.652,5	1.130,8	236,5	205,9	121,6
2017 Ene	302,8	6.865,5	2.037,8	69,8	2.117,1	2.640,9	1.113,6	220,5	176,5	106,3
Feb	295,2	6.919,8	2.027,9	69,6	2.125,3	2.697,0	1.120,0	252,0	171,3	104,4
Mar	303,5	6.881,0	2.033,5	69,2	2.100,3	2.678,0	1.105,1	250,4	182,2	111,8
Abr <sup>(p)</sup>	335,2	6.848,6	2.022,0	69,3	2.083,5	2.673,8	1.063,2	262,4	173,8	103,7
Operaciones										
2014	-4,0	-171,0	-120,8	2,0	-160,1	107,9	238,7	-12,8	0,7	17,8
2015	9,2	-224,8	-106,2	-13,5	-212,8	107,6	-86,6	-18,4	21,4	-4,0
2016	31,0	-150,8	-73,1	-9,1	-121,2	52,7	-279,6	-72,4	12,8	-12,0
2016 II TR	4,2	-12,9	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-63,6	0,3	-9,2	-8,1
III TR	-9,2	-54,1	-25,8	-2,0	-41,2	14,9	-97,5	-14,3	-19,2	-13,7
IV TR	6,6	-27,1	-21,5	-2,6	-18,1	15,1	-43,8	-92,3	-0,2	-7,5
2017 I TR	-16,1	-19,4	-14,7	-1,4	-31,2	28,0	-31,7	-9,1	-22,6	-9,1
2016 Nov	-27,6	-11,5	-12,3	-0,5	-5,5	6,8	-13,2	-28,6	1,7	-12,4
Dic	21,1	-15,9	-7,9	-1,3	-3,4	-3,3	22,2	-56,8	11,2	0,3
2017 Ene	-16,4	-24,2	-10,3	-0,8	-4,9	-8,2	6,6	-55,2	-28,3	-14,6
Feb	-8,2	12,4	-11,1	-0,2	-5,4	29,1	-34,5	41,5	-5,1	-2,0
Mar	8,4	-7,6	6,6	-0,4	-20,8	7,1	-3,8	4,6	10,8	7,5
Abr <sup>(p)</sup>	31,7	-15,5	-10,0	0,1	-5,2	-0,5	-30,0	12,7	-8,4	-8,2
Tasas de crecimiento										
2014	-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,7	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2016 II TR	20,1	-2,4	-2,9	-13,3	-7,0	2,8	-	-	3,6	-2,9
III TR	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,3	2,6	-	-	1,5	-8,2
IV TR	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2017 I TR	-4,6	-1,6	-4,0	-10,1	-4,9	3,3	-	-	-21,2	-25,3
2016 Nov	0,1	-2,1	-3,2	-10,7	-5,9	2,4	-	-	-4,9	-15,6
Dic	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2017 Ene	-1,4	-2,1	-3,5	-11,3	-4,8	1,7	-	-	-12,2	-23,8
Feb	-1,7	-1,7	-4,4	-10,5	-3,9	2,6	-	-	-25,7	-25,7
Mar	-4,6	-1,6	-4,0	-10,1	-4,9	3,3	-	-	-21,2	-25,3
Abr <sup>(p)</sup>	5,5	-1,9	-4,4	-9,0	-4,8	2,8	-	-	-21,6	-24,8

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 (+) primarios
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	
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
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,0	0,7
2016 Q1	-1,9	.	.	.	.	0,4
Q2	-1,8	.	.	.	.	0,5
Q3	-1,8	.	.	.	.	0,5
Q4	-1,5	.	.	.	.	0,7

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

### 6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos					Empleos							Empleos de capital	
	Total	Recursos corrientes				Recur- sos de capital	Total	Empleos corrientes						
		Impues- tos di- rectos	Impues- tos indi- rectos	Cotiza- ciones sociales netas	8			Remu- neración de asala- riados	9	Consumo intermedio	Interes- ses	Presta- cio- nes sociales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	46,7	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0	
2015	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,6	10,1	5,2	2,4	22,8	3,9	
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5	
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	22,8	3,9	
II TR	46,3	45,8	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,8	3,8	
III TR	46,3	45,8	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,8	
IV TR	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,5	

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 de- pósito	Prés- tamos	Valores repre- sen- tativos 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
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,8	30,3	41,5	9,0	80,3	17,3	29,5	42,5	87,2	2,1
2016 I TR	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	90,1	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	89,3	2,7	15,5	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: BCE para los datos anuales y 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 subyacentes<sup>1)</sup> (en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB <sup>2)</sup>	Déficit (+)/ superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda										Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: necesidad de finan- ciación			
		Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revaloriza- ción y otras variaciones de volumen	Otros							
			Total	Efectivo y depó- sitos	Prés- tamos	Valores represen- tativos de deuda	Participa- ciones en el capital y en fondos de inversión									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
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	0,6	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,8	2,5				
2015	-1,7	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	1,3				
2016	-1,0	-0,7	-0,3	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,5				
2016 I TR	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,4	-0,5	1,3				
II TR	-0,9	-0,5	0,1	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	2,0				
III TR	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	1,5				
IV TR	-1,1	-0,7	-0,3	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	1,5				

Fuentes: BCE para los datos anuales y 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 AAPP<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Vida residual media en años <sup>3)</sup>	Rendimiento nominal medio <sup>4)</sup>							
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones			
		2	Hasta 3 meses	4	Hasta 3 meses		7	8	9	10	11	12	13	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,6	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6	
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2	
2016	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,7	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2016 I TR	15,1	13,2	4,7	1,8	0,5	6,6	2,7	1,4	0,0	3,2	3,0	0,3	1,1	
II TR	14,9	13,1	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1	
III TR	14,5	12,7	4,0	1,8	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,2	1,2	
IV TR	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2016 Nov	14,5	12,8	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3	
Dic	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2017 Ene	14,4	12,7	4,9	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,2	
Feb	14,1	12,4	4,2	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3	
Mar	14,4	12,7	4,4	1,7	0,4	6,9	2,5	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1	
Abr	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,2	

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) Saldos 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 1	Alemania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	España 6	Francia 7	Italia 8	Chipre 9	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2013	-3,1	-0,2	-0,2	-5,7	-13,1	-7,0	-4,0	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,7	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-2,0	-5,9	-5,1	-3,6	-2,7	-1,2	
2016	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
2016 I TR	-2,6	0,8	0,7	-1,6	-4,8	-5,1	-3,5	-2,6	-0,3	
II TR	-2,6	0,8	0,8	-1,6	-3,7	-5,3	-3,3	-2,4	-1,3	
III TR	-3,0	0,6	0,5	-1,8	-1,8	-4,8	-3,4	-2,4	-1,0	
IV TR	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
Deuda pública										
2013	105,6	77,5	10,2	119,5	177,4	95,5	92,3	129,0	102,2	
2014	106,7	74,9	10,7	105,3	179,7	100,4	94,9	131,8	107,1	
2015	106,0	71,2	10,1	78,7	177,4	99,8	95,6	132,1	107,5	
2016	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,0	132,6	107,8	
2016 I TR	109,2	70,9	9,9	80,1	176,4	101,2	97,6	134,8	108,4	
II TR	109,7	70,2	9,7	77,7	179,7	101,1	98,4	135,4	107,5	
III TR	108,7	69,5	9,6	77,1	176,3	100,4	97,5	132,7	110,6	
IV TR	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,6	132,6	107,8	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
	Letonia 10	Lituania 11	Luxemburgo 12	Malta 13	Países Bajos 14	Austria 15	Portugal 16	Eslovenia 17	Eslovaquia 18	Finlandia 19
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,1	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,4	-2,0	-2,3	-2,7	-7,2	-5,4	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,4	-1,3	-2,1	-1,1	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2016 I TR	-0,7	-0,1	1,3	-0,3	-1,9	-1,0	-3,7	-2,7	-2,5	-2,4
II TR	-0,4	0,4	1,1	0,4	-1,0	-0,9	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4
III TR	0,2	0,2	1,1	0,8	-0,4	-0,6	-3,7	-1,7	-2,0	-2,2
IV TR	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
Deuda pública										
2013	39,0	38,7	23,4	68,7	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,4	64,3	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,5	42,7	21,6	60,6	65,2	85,5	129,0	83,1	52,5	63,7
2016	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6
2016 I TR	36,3	40,0	21,9	61,8	64,9	86,5	128,9	83,6	51,8	64,3
II TR	38,9	40,1	21,4	61,0	63,8	86,2	131,6	82,5	52,9	61,9
III TR	37,9	41,3	20,9	59,7	62,0	83,7	133,1	82,8	52,7	61,8
IV TR	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2017

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://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 junio de 2017.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-17-004-ES-N (edición electrónica)