



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 8 / 2017



# Índice

<b>Evolución económica y monetaria</b>	<b>2</b>
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	12
3 Actividad económica	18
4 Precios y costes	24
5 Dinero y crédito	30
6 Evolución de las finanzas públicas	38
<b>Recuadros</b>	<b>40</b>
1 ¿Qué factores determinan los precios de los metales?	40
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 26 de julio y el 31 de octubre de 2017	45
3 ¿Qué nos sugiere la reciente fortaleza de los indicadores de opinión sobre la intensidad y la magnitud del crecimiento del PIB real?	50
4 ¿Qué podemos aprender de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE sobre las percepciones de la dinámica del mercado de trabajo en la zona del euro?	55
5 Análisis de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2018	59
<b>Artículos</b>	<b>64</b>
1 El mercado de crudo en la era del petróleo no convencional	64
2 El impacto de las cadenas globales de valor en el análisis macroeconómico de la zona del euro	67
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**En su reunión de política monetaria del 14 de diciembre de 2017, el Consejo de Gobierno concluyó que aún es necesario un grado amplio de acomodación monetaria para asegurar el retorno de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %.** La información disponible desde la última reunión de política monetaria celebrada a finales de octubre, que incluye las nuevas proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, apunta a un ritmo vigoroso de expansión económica y a una mejora significativa de las perspectivas de crecimiento. El Consejo de Gobierno consideró que el fuerte impulso cíclico y la considerable reducción de la capacidad ociosa de la economía son motivos para albergar mayor confianza en que la inflación convergerá hacia su objetivo. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas internas se mantienen contenidas en general y aún han de mostrar signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. El Consejo de Gobierno concluyó, por tanto, que todavía es necesario un grado amplio de estímulo monetario para que las presiones sobre la inflación subyacente sigan aumentando y respalden la evolución de la inflación general a medio plazo. Este apoyo monetario continuado procede de las compras netas de activos adicionales acordadas por el Consejo de Gobierno en la reunión de política monetaria de octubre, del considerable volumen de activos adquiridos y sus próximas reinversiones, y de las indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés.

## Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 14 de diciembre de 2017

**El análisis económico del Consejo de Gobierno reflejó que la expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores.** El avance del PIB real se sustenta en el crecimiento del consumo privado y la inversión, así como en las exportaciones, que se benefician de la recuperación generalizada a escala mundial. Los resultados de las encuestas más recientes y los últimos datos disponibles confirman la dinámica de fuerte crecimiento. La economía mundial también sigue creciendo a un ritmo sólido y la recuperación muestra signos de sincronización en todo el mundo.

**Las condiciones de financiación en la zona del euro continúan siendo muy favorables.** Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han disminuido ligeramente desde el 7 de septiembre. Los diferenciales de los valores de renta fija privada también han descendido, mientras que los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro han aumentado. Al mismo tiempo, las valoraciones de la renta fija privada y de la renta variable siguen sustentándose en las sólidas perspectivas económicas. En los mercados de divisas, el euro se ha mantenido básicamente invariable en los últimos meses.

**De cara al futuro, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,4 % en 2017, el 2,3 % en 2018, el 1,9 % en 2019 y el 1,7 % en 2020.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado sustancialmente al alza. Se espera que la expansión económica actual de la zona del euro continúe estando respaldada por las medidas de política monetaria del BCE. Además, el gasto privado y el crecimiento del consumo se ven favorecidos por la menor necesidad de desapalancamiento y la mejora de las condiciones del mercado de trabajo. El aumento de la rentabilidad de las empresas y unas condiciones de financiación muy favorables siguen propiciando la recuperación de la inversión empresarial, mientras que los exportadores de la zona del euro se están beneficiando de la actual expansión económica mundial.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,5 % en noviembre, frente al 1,4 % de octubre.** Paralelamente, los indicadores de la inflación subyacente han mostrado una ligera moderación recientemente, debido en parte a factores especiales. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual se reduzcan en los próximos meses, sobre todo como consecuencia de los efectos de comparación de los precios de la energía, antes de aumentar de nuevo. Se espera que la inflación subyacente ascienda de forma gradual a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica, la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y el mayor crecimiento salarial.

**En general, esta evaluación también se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,4 % en 2018, el 1,5 % en 2019 y el 1,7 % en 2020.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado al alza, debido sobre todo al aumento de los precios del petróleo y de los alimentos.

**Las proyecciones más recientes también prevén una reducción adicional del déficit presupuestario de la zona del euro a lo largo del horizonte de proyección, principalmente como consecuencia de la mejora de las condiciones cíclicas y de 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 prácticamente neutral. Se espera que la ratio de deuda pública de la zona del euro en relación con el PIB siga descendiendo, aunque desde un nivel que todavía es elevado.

**Complementando el análisis económico, el análisis monetario mostró que el crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido en octubre y durante el tercer trimestre de 2017.** El agregado monetario amplio siguió creciendo a una tasa del 5 % en octubre, en consonancia con el ritmo sostenido

registrado desde mediados de 2015. El crecimiento de los préstamos al sector privado también continuó recuperándose. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras se fortaleció en el tercer trimestre de 2017, lo que refleja las mejoras del crédito bancario y de la emisión de valores representativos de deuda.

## 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 amplio de acomodación monetaria con el fin de asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %.** El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que se mantengan en los niveles actuales durante un período prolongado que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó su intención de continuar, a partir de enero de 2018, con las compras netas en el marco del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) a un ritmo mensual de 30 mm de euros hasta el final de septiembre de 2018, 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. Además, el Consejo de Gobierno volvió a confirmar 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, estaría preparado para ampliar el volumen y la duración del APP. Asimismo, el Consejo de Gobierno reiteró que el Eurosistema reinvertirá los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco de este programa a medida que vayan venciendo durante un período prolongado una vez finalizadas sus compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario.

## 1 Entorno exterior

*La economía mundial sigue creciendo a un ritmo sólido y muestra crecientes signos de sincronización. Las perspectivas de las economías avanzadas señalan una fuerte expansión que experimentará una desaceleración durante el horizonte de proyección a medida que madure la fase expansiva. Entre las economías emergentes, las perspectivas se sustentan en el fortalecimiento de la actividad de los países exportadores de materias primas. Los indicadores de comercio mundial apuntan a una recuperación en el tercer trimestre. Se espera que la inflación mundial aumente con lentitud a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar a escala global.*

### Actividad económica y comercio mundiales

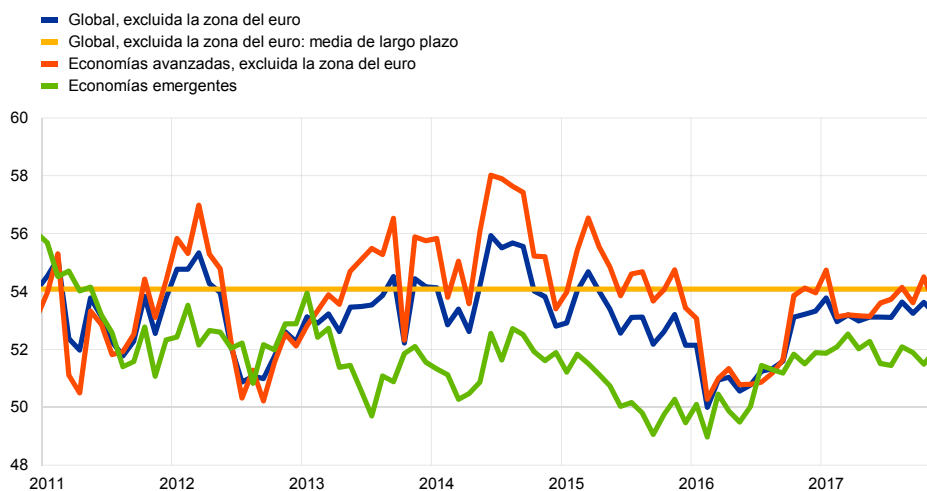
**El ritmo sostenido de expansión de la economía mundial se ha generalizado en mayor medida y ha continuado en el segundo semestre del año.** La recuperación muestra signos de sincronización en todo el mundo, ya que la proporción de países que registran un crecimiento de la actividad económica superior a la media de los últimos años lleva aumentando desde el segundo semestre de 2016. Entre las economías avanzadas, la actividad económica en Estados Unidos avanzó a un ritmo sólido en el tercer trimestre, pese al impacto de los huracanes recientes. En Japón, el crecimiento del PIB real también continuó siendo firme, mientras que, en el Reino Unido, la actividad fue relativamente débil, en parte como consecuencia del efecto negativo de la depreciación de la libra esterlina en la renta y en el consumo de los hogares en términos reales, que contrarrestó con creces las mejoras de competitividad y el impulso positivo del creciente vigor de la expansión de la zona del euro. Entre las economías emergentes, la actividad se ha visto favorecida por la evolución observada en la India y en China, así como por la recuperación de Brasil y de Rusia después de las profundas recesiones que han experimentado, aunque en este último país se prevé cierta pérdida de dinamismo en el corto plazo.

**Los indicadores de opinión y las encuestas sobre sentimiento económico apuntan a que el crecimiento mundial será sostenido en el corto plazo.** En el tercer trimestre, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) se mantuvo en niveles similares a los registrados en los dos trimestres anteriores, próximo a sus medias de largo plazo, y señalaba la continuación de la sólida expansión de la actividad mundial (véase gráfico 1). Los indicadores de sentimiento económico también han mejorado en los últimos meses.

## Gráfico 1

### Índice PMI compuesto global de producción

(indicador de difusión)



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

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

### Las políticas monetarias muestran algunas divergencias, pero, en general, las condiciones financieras globales siguen siendo favorables.

Los mercados continúan esperando un endurecimiento muy gradual de la política monetaria de Estados Unidos. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, en sus siglas en inglés) no modificó los tipos de interés oficiales en su reunión de septiembre, pero decidió empezar a reducir el balance de la Reserva Federal. En diciembre, los tipos de interés se incrementaron, en línea con las expectativas de los mercados. Las expectativas de endurecimiento de la política monetaria en el Reino Unido, confirmadas por la subida del tipo de interés oficial, continuaron afianzándose después de que la inflación aumentara hasta situarse por encima de los niveles fijados como objetivo y de persistentes presiones al alza sobre los precios tras la reciente depreciación de la libra. En Japón, el Banco de Japón mantuvo su orientación acomodaticia. En China, el Banco Central de la República Popular China ha permitido que las condiciones financieras se endurezcan desde principios de año, con el fin de reducir el apalancamiento del sistema financiero, incrementando los tipos de interés de las operaciones de mercado abierto e impulsando al alza los tipos interbancarios de referencia. Otras economías emergentes, entre ellas la India y algunos países exportadores de materias primas, redujeron los tipos de interés oficiales cuando las presiones inflacionistas disminuyeron y los tipos de cambio se estabilizaron. En general, el sentimiento de los mercados financieros ha seguido siendo fuerte en las economías avanzadas, con mejoras en los mercados de renta variable y una nueva disminución de la volatilidad. Entre las economías emergentes, los tipos de interés han descendido en varias economías importantes, contribuyendo a una moderada relajación de las condiciones financieras, y las entradas de capital han aumentado con fuerza.

### De cara al futuro se espera que la actividad económica se mantenga prácticamente estable a escala mundial, aunque con notables variaciones en

**la evolución de los distintos países y regiones.** Las perspectivas de las economías avanzadas indican una expansión vigorosa que experimentará una desaceleración a lo largo del horizonte de proyección a medida que se consoliden las recuperaciones, en particular en Estados Unidos y Japón, y las brechas de producción se cierran gradualmente, mientras que en el Reino Unido se prevé que el crecimiento continúe siendo débil. Entre las economías emergentes, las perspectivas se sustentan en la recuperación de los países exportadores de materias primas, especialmente Brasil y Rusia. En la India y en China, el crecimiento sigue siendo sólido, pero en este último se espera una transición hacia una trayectoria de menor crecimiento en vista de la ralentización del crecimiento potencial. En general, estas tendencias básicamente se compensan entre sí, lo que da lugar a unas perspectivas de crecimiento estable del PIB mundial.

**El potencial de crecimiento ha disminuido en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes en los últimos años, y se espera que se estabilice en niveles inferiores a los registrados antes de la crisis.** En las economías avanzadas, las aportaciones de capital han descendido, ya que las tasas de inversión se han reducido a raíz de la crisis financiera, debido a las menores expectativas de demanda, junto con el endurecimiento de las condiciones financieras y el aumento de la incertidumbre. La inversión también se redujo en las economías emergentes, en particular en los países exportadores de materias primas. El respaldo cada vez menor de la evolución demográfica ha contribuido a la caída del potencial de crecimiento en varios países.

**En Estados Unidos se espera que la actividad siga siendo sólida, apoyada en la fortaleza de la demanda interna.** La recuperación continuará como resultado del firme crecimiento de la inversión y el consumo, a medida que las tensiones en el mercado de trabajo se plasmen de manera paulatina en un mayor crecimiento de los salarios y las favorables condiciones financieras incrementen la riqueza. Además, el fortalecimiento de la demanda externa y la reciente depreciación del dólar estadounidense también sostienen las perspectivas de este país. Es probable que la reforma tributaria y el paquete fiscal asociado impriman cierto impulso a partir del año próximo. No obstante, se prevé que el crecimiento del PIB experimente una desaceleración gradual a medio plazo, retornando a su potencial.

**En el Reino Unido se prevé que el crecimiento del PIB real continúe siendo relativamente débil, debido a la elevada incertidumbre.** Se espera que la reciente desaceleración de la actividad económica, consecuencia de la caída del consumo privado a medida que los hogares comenzaron a notar el impacto del aumento de la inflación y de la disminución del crecimiento de los salarios reales, continúe durante los próximos trimestres. Las expectativas de crecimiento relativamente bajo reflejan el impacto de la elevada incertidumbre y de la acusada depreciación de la libra tras el referéndum sobre la pertenencia de este país a la UE.

**En Japón se espera que la expansión económica siga siendo sólida, favorecida por factores internos y externos.** Aunque es probable que la disminución del apoyo fiscal sea un lastre para el crecimiento, se prevé que la actividad económica se vea respaldada por el afianzamiento de la demanda externa, por el aumento de la inversión privada asociada a unos beneficios elevados y a la



creciente escasez de mano de obra y de capacidad, así como por unas condiciones de financiación favorables. No obstante, se espera que la subida del IVA, prevista para octubre de 2019, tenga un impacto negativo sobre la actividad económica tras su aplicación.

**En China, la actividad continúa su expansión a un ritmo sólido, respaldada por la resistencia del consumo y un mercado de la vivienda todavía vigoroso.** Las perspectivas a corto plazo están dominadas por el hecho de que las autoridades han considerado prioritaria la estabilidad del crecimiento, habida cuenta de la actual transición política, mientras que, a medio plazo, la hipótesis es que se aplicarán reformas estructurales de forma continuada y gradual, lo que resultará en una desaceleración ordenada.

**En los países de Europa Central y Oriental se espera que la actividad económica experimente una aceleración a corto plazo, impulsada por el repunte de la inversión y la fortaleza del consumo privado.** La demanda interna continuará siendo el principal motor del crecimiento económico en el futuro, como consecuencia de la mejora de los mercados de trabajo y de la mayor absorción de fondos de la UE.

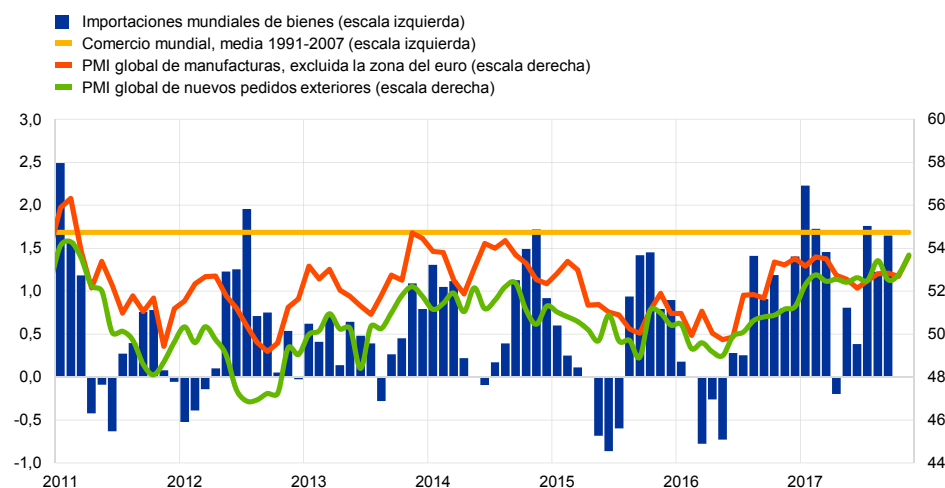
**Los grandes países exportadores de materias primas continúan recuperándose tras las profundas recesiones que han experimentado.** En Rusia, los indicadores adelantados señalan una moderación de la recuperación en el corto plazo, aunque posteriormente se espera una reanudación del crecimiento, favorecida por unos precios del petróleo más elevados, la mayor fortaleza del rublo y la disminución de la inflación. A medio plazo se prevé que el crecimiento siga siendo tímido en un contexto en el que los retos fiscales afectarán al entorno empresarial, y la falta de inversión en capital fijo y de reformas estructurales debilitará la capacidad de producción de este país. En cuanto a Brasil, aunque la recurrente incertidumbre política está lastrando la inversión empresarial y el gasto en consumo de forma continuada, la relajación de las condiciones financieras, junto con la creciente acomodación de la política monetaria y la mejora de la relación real de intercambio, sostendrá la economía en el medio plazo.

**El crecimiento del comercio mundial se mantuvo sólido en el segundo trimestre, y las perspectivas siguen siendo positivas en el corto plazo.** El ritmo de crecimiento de las importaciones mundiales de bienes sugiere que el comercio internacional continuó siendo vigoroso en el tercer trimestre del año (véase gráfico 2). Las importaciones de bienes en términos reales se incrementaron un 1,6 % en septiembre (en tasa intertrimestral), debido principalmente a un acusado repunte del avance de las importaciones en las economías emergentes, en particular en Asia y en América Latina. En cambio, en las economías avanzadas, los datos de septiembre apuntan a cifras negativas para Estados Unidos y Japón, confirmando la caída de las importaciones (de bienes y servicios) en las cuentas nacionales publicadas. Los indicadores adelantados parecen confirmar la solidez de la evolución del comercio mundial, y el PMI de nuevos pedidos exteriores permanecía en niveles elevados al principio del cuarto trimestre.

## Gráfico 2

### Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2017 (PMI global de manufacturas), a octubre de 2017 (PMI global de nuevos pedidos exteriores) y a septiembre de 2017 (comercio).

**A más largo plazo, se espera que el comercio mundial continúe creciendo.** La fortaleza de los indicadores y de las encuestas sobre comercio, junto con las reiteradas sorpresas al alza, podrían sugerir que el comercio mundial está mostrando un impulso cíclico mayor de lo previsto anteriormente, relacionado con la expansión cíclica y la recuperación de la inversión.

**En general se prevé que el crecimiento mundial se mantenga prácticamente estable durante el horizonte de proyección.** Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumentará desde el 3,7 % en 2017 hasta el 3,9 % en 2018, antes de retornar de forma paulatina al 3,7 % en 2020. Esta evolución es el resultado de la desaceleración gradual que experimentarán las economías avanzadas, donde el ciclo está más maduro, a lo largo del horizonte de proyección, lo que se compensará con un mayor dinamismo en las economías emergentes, en particular en América Latina. Se prevé que el crecimiento de la demanda externa de la zona del euro avance un 5,5 % en 2017, un 4,4 % en 2018, un 3,8 % en 2019 y un 3,5 % en 2020. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2017, el PIB mundial solo se ha revisado ligeramente al alza para 2017-2018. El crecimiento de la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza para todo el horizonte de proyección, como consecuencia de revisiones de los datos y de una valoración más positiva de la evolución en el medio plazo.

**Los riesgos para las perspectivas de actividad mundial se sitúan al alza en el corto plazo, pero siguen sesgados a la baja en el medio plazo.** Por lo que respecta a los riesgos al alza, cabe la posibilidad de que la mejora de la confianza se traduzca en una reactivación de la actividad más rápida de lo previsto. Un estímulo fiscal mayor de lo esperado, que actualmente es objeto de debate en el

Congreso de Estados Unidos, también representa un riesgo al alza moderado para el crecimiento mundial y de ese país. No obstante, a medio plazo predominan los riesgos a la baja, como un aumento del proteccionismo comercial, un endurecimiento repentino de las condiciones financieras a escala global (que podría afectar, en particular, a las economías emergentes vulnerables), posibles perturbaciones asociadas al proceso de reformas y de liberalización en China, así como la incertidumbre política y geopolítica, incluida la relacionada con las negociaciones sobre las relaciones futuras entre el Reino Unido y la Unión Europea.

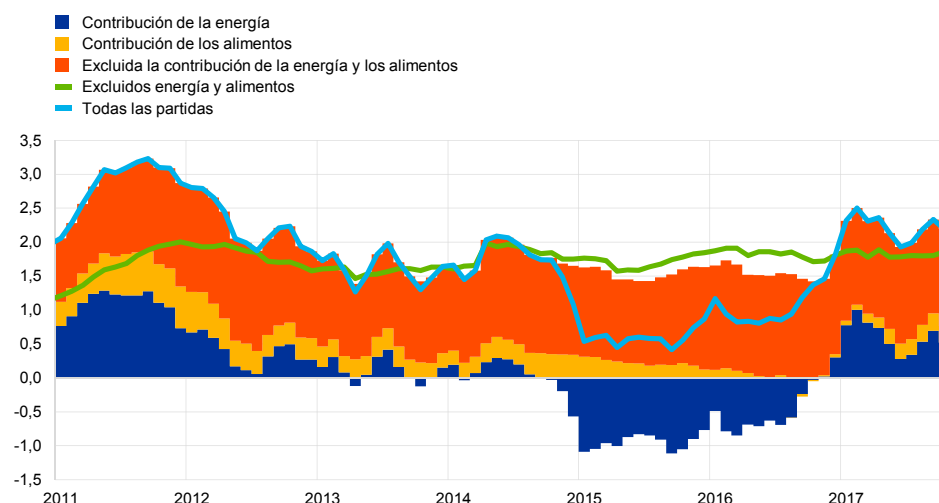
## Evolución mundial de los precios

**La inflación mundial medida por los precios de consumo se redujo ligeramente en octubre, ya que los precios de la energía experimentaron una desaceleración.** Tras aumentar en los meses anteriores por la mayor contribución de los precios de la energía, la inflación interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE cayó hasta situarse en el 2,2 % en octubre (véase gráfico 3). No obstante, si se excluyen la energía y los alimentos, en esos países, la inflación interanual se incrementó hasta el 1,9 %, después de permanecer estable, en el 1,8 %, durante los cinco meses anteriores.

### 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 octubre de 2017.

**Los precios del petróleo han seguido aumentando en las últimas semanas.** Los precios del Brent subieron de 50 dólares estadounidenses por barril a mediados de agosto a más de 64 dólares recientemente. El aumento de estos precios se vio favorecido por las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo y los recientes acontecimientos en Venezuela, el afianzamiento de las expectativas de ampliación del acuerdo entre la OPEP y otros países productores de petróleo sobre recortes de la producción más allá de marzo de 2018 —que se ha confirmado con la prórroga de

la vigencia del acuerdo hasta finales de 2018, acordada el 30 de noviembre de 2017— y la fortaleza de la demanda de crudo. Los futuros sobre el petróleo sugieren que los precios de esta materia prima caerán por debajo de los niveles actuales hasta situarse en torno a 61 y 58 dólares por barril en 2018 y 2019, respectivamente. En cambio, los precios de las materias primas no energéticas han descendido ligeramente en las últimas semanas, aunque las cotizaciones del mineral de hierro registraron un alza. En el recuadro 1 se analizan con más detalle los factores determinantes de los precios de los metales, descomponiéndolos en efectos de demanda y de oferta.

**De cara al futuro se espera que la inflación mundial aumente con lentitud.**

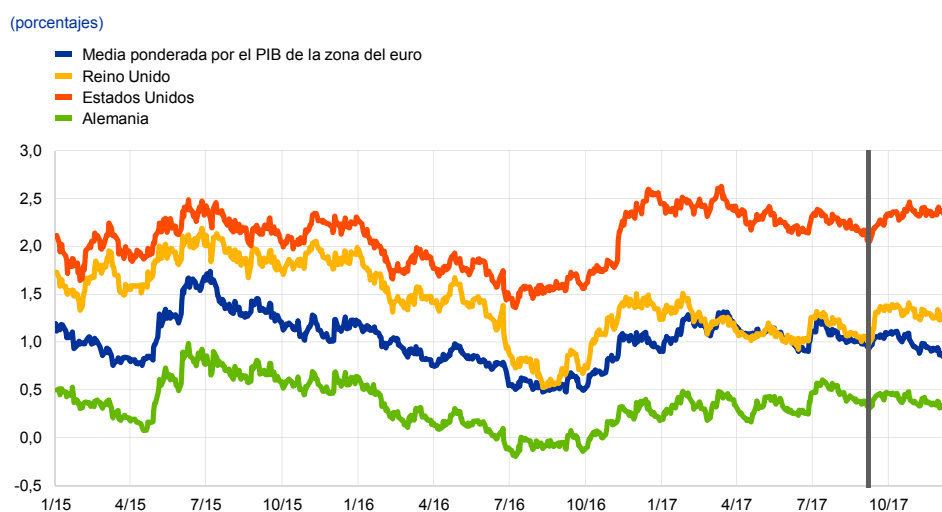
Aunque la actual curva de futuros sobre el petróleo prevé un ligero descenso de los precios del crudo durante el horizonte de proyección, apuntando a una contribución muy limitada de los precios de la energía a la inflación, se espera que la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global sostenga la inflación subyacente.

## 2 Evolución financiera

Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno del 7 de septiembre, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han disminuido ligeramente. Los diferenciales de los valores de renta fija privada también han descendido, mientras que los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro han aumentado debido a la disminución de los riesgos geopolíticos percibidos. Al mismo tiempo, las valoraciones de la renta fija privada y de la renta variable siguen sustentándose en las sólidas perspectivas económicas. En los mercados de divisas, el euro se ha mantenido básicamente invariable.

**Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han disminuido ligeramente desde principios de septiembre.** Durante el período de referencia (del 7 de septiembre al 13 de diciembre de 2017), el rendimiento de la deuda soberana alemana a diez años se incrementó 2 puntos básicos, hasta situarse en el 0,32 % (véase gráfico 4). Sin embargo, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 5 puntos básicos, hasta el 0,88 %, como consecuencia de las caídas de carácter idiosincrásico que registraron estos rendimientos en algunos países de la zona. En Estados Unidos y el Reino Unido, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo aumentaron 30 puntos básicos y 24 puntos básicos, y se situaron en el 2,34 % y el 1,21 %, respectivamente. Los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro se han mantenido contenidos, en general, desde comienzos de septiembre, y no han reflejado los incrementos en otros países, debido a las expectativas de los mercados sobre la política monetaria de la zona del euro. En Estados Unidos, la subida estuvo impulsada, en parte, por las perspectivas de reforma tributaria, mientras que en el Reino Unido uno de los factores determinantes fue la revisión de la senda futura de la política monetaria.

**Gráfico 4**  
Rendimientos de la deuda soberana a diez años en la zona del euro, Estados Unidos y Reino Unido



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 7 de septiembre de 2017. La última observación corresponde al 13 de diciembre de 2017.

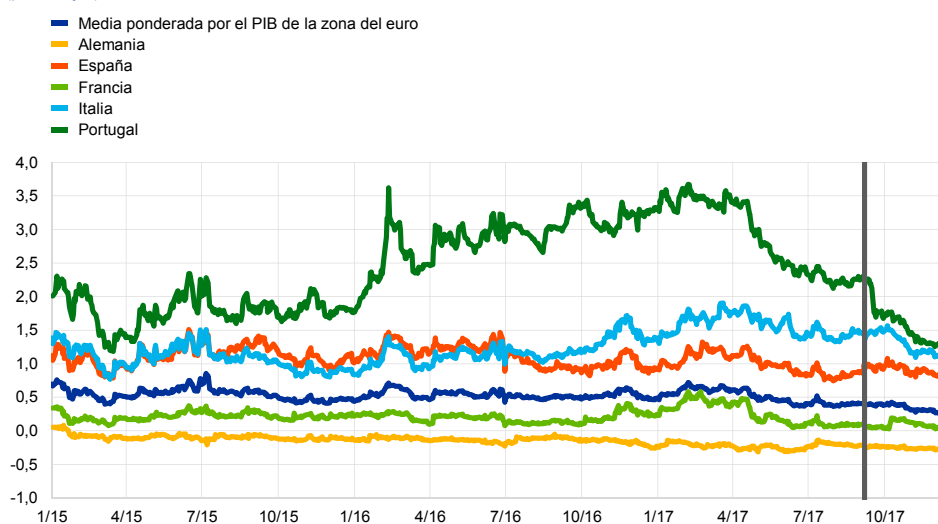
### Los diferenciales de deuda soberana frente a los tipos *swap* del eonia libres de riesgo disminuyeron en varios países de la zona del euro.

Estas disminuciones oscilaron entre 3 puntos básicos en Alemania y 20 puntos básicos en Italia, y alrededor de 100 puntos básicos en Portugal (véase gráfico 5). En estos dos últimos países, la valoración más favorable de la calidad crediticia de la deuda soberana por parte de algunas de las principales agencias de calificación contribuyó a la compresión de los diferenciales, en consonancia con la mejora general del entorno macroeconómico de la zona del euro. Asimismo, el descenso del rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB fue consecuencia, en gran medida, de las caídas de carácter idiosincrásico observadas en Portugal y en Italia (véase gráfico 4).

#### Gráfico 5

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

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia a diez años del rendimiento de la deuda soberana. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 7 de septiembre de 2017. La última observación corresponde al 13 de diciembre de 2017.

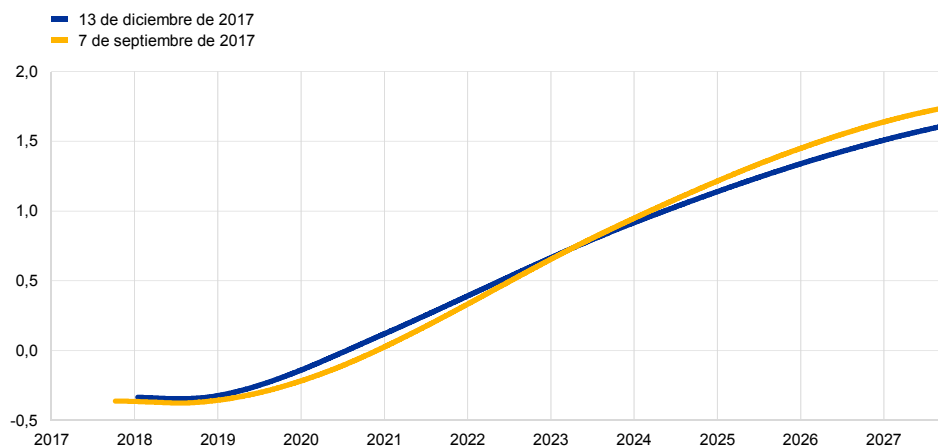
### La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo prácticamente sin variación.

Esta curva se desplazó levemente al alza en los plazos cortos y registró un ligero movimiento a la baja en los plazos más largos (véase gráfico 6). El hecho de que la curva se mantenga en niveles negativos hasta mediados de 2020, aproximadamente, es acorde con las expectativas de los participantes en los mercados de que el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE seguirá siendo negativo durante un período prolongado.

## Gráfico 6

### Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

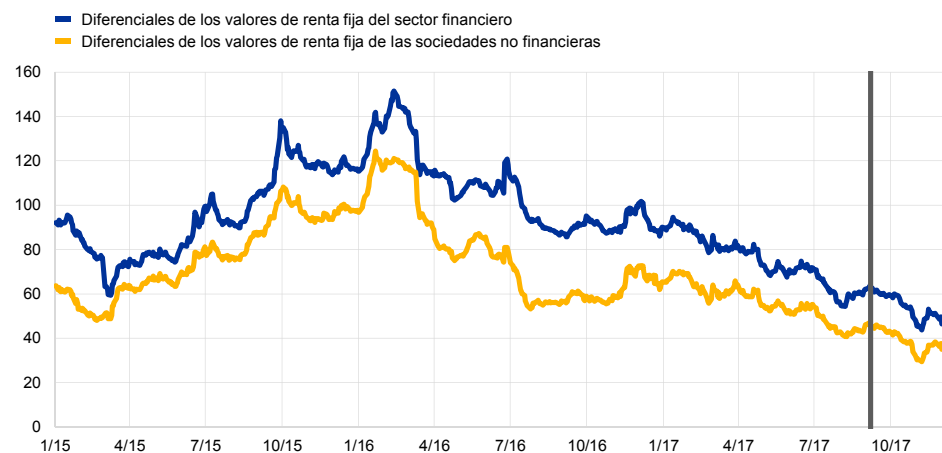
**El eonia se situó, en promedio, en –35 puntos básicos.** Como resultado de factores idiosincrásicos, el eonia se incrementó hasta registrar un máximo de –24 puntos básicos a finales de noviembre. El exceso de liquidez aumentó alrededor de 121 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.898 mm de euros, debido a las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP) del Eurosistema. La situación de liquidez se analiza con más detalle en el recuadro 2.

**Los diferenciales de los valores de renta fija privada continuaron reduciéndose durante el período considerado.** El 7 de diciembre, los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras con calificación de grado de inversión (respecto a la media de la correspondiente curva de rendimientos de los bonos con calificación AAA de la zona del euro) se contrajeron, en promedio, 16 puntos básicos con respecto a principios de septiembre y se situaron unos 80 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio del programa de compras de bonos corporativos. Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero con calificación inferior al grado de inversión también se estrecharon, 11 y 16 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico 7). Los reducidos niveles y la compresión adicional de los diferenciales de los valores de renta fija privada están en consonancia con el fortalecimiento de la recuperación económica.

## Gráfico 7

### Diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro

(puntos básicos)



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 7 de septiembre de 2017. La última observación corresponde al 13 de diciembre de 2017.

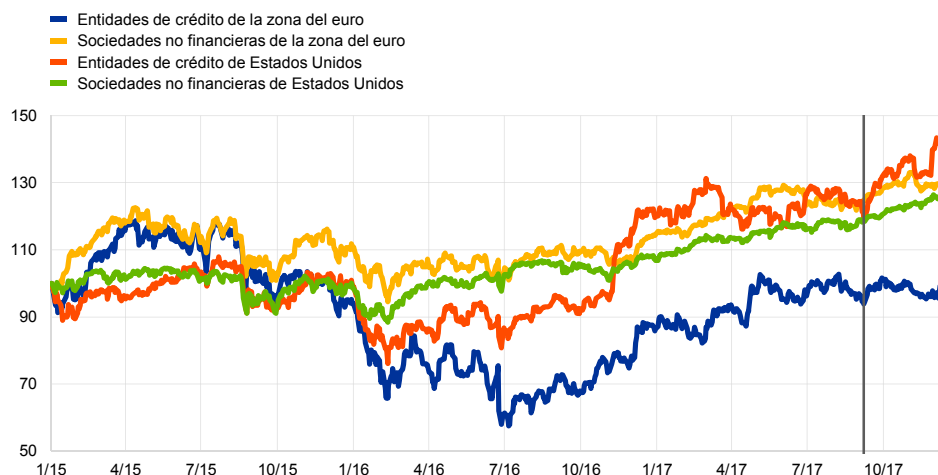
**Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron.** Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y de las entidades de crédito de la zona del euro eran alrededor de un 4 % más elevados al final del período considerado, debido en parte a la disminución de los riesgos geopolíticos percibidos (véase gráfico 8). Las cotizaciones de la zona del euro también siguen sustentándose en las sólidas perspectivas económicas y en el consiguiente aumento de las expectativas de beneficios. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y de las entidades de crédito de Estados Unidos eran, respectivamente, un 7 % y un 19 % más altos al final del período de referencia, reflejo también de la percepción favorable de los mercados de la reforma del impuesto sobre sociedades en dicho país. En la zona del euro, las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles disminuyeron ligeramente y permanecieron en los bajos niveles que han prevalecido durante 2017, mientras que en Estados Unidos experimentaron una caída en general.



## Gráfico 8

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

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 7 de septiembre de 2017. La última observación corresponde al 13 de diciembre de 2017.

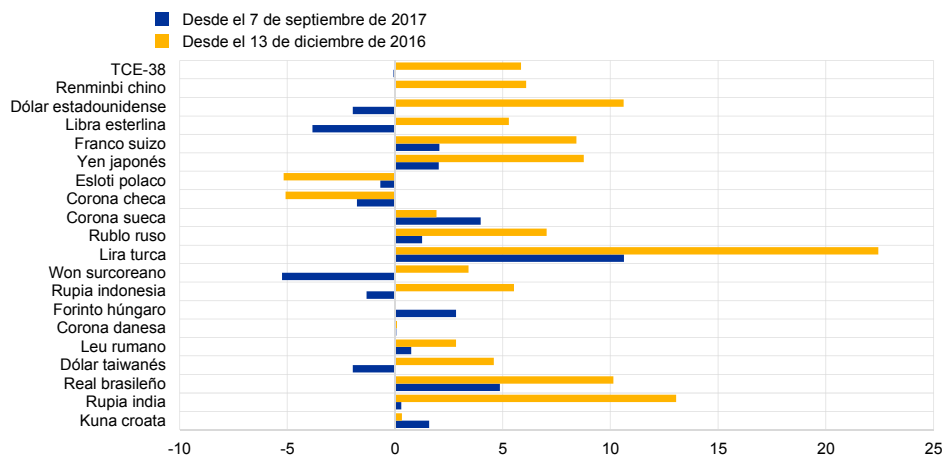
#### En los mercados de divisas, el euro se ha mantenido básicamente invariable.

No obstante, este dato oculta una evolución desigual en los distintos pares de monedas. Desde el máximo alcanzado al comienzo del período de referencia, el euro se ha depreciado un 2 % frente al dólar estadounidense (véase gráfico 9), como reflejo de las expectativas sobre las políticas futuras y los correspondientes datos macroeconómicos publicados. La moneda única también se devaluó frente a la libra esterlina (un 3,8 %) y frente a las monedas de varias economías emergentes de Asia. El euro se apreció frente a las monedas de algunas economías emergentes y avanzadas, entre ellas, el franco suizo (un 2,1 %), el yen japonés (un 2 %) y el renminbi chino, así como frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, con la excepción del esloti polaco y la corona checa, frente a las cuales se depreció un 0,7 % y un 1,8 %, respectivamente.

## Gráfico 9

### Variaciones del tipo de cambio del euro frente a una selección de monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: TCE-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 13 de diciembre de 2017.

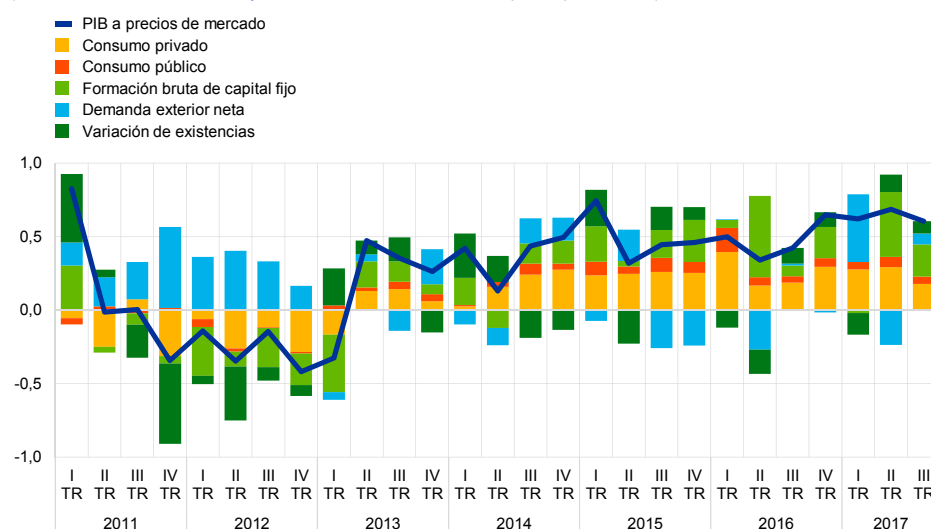
### 3 Actividad económica

La expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores. El avance del PIB real se sustenta en el crecimiento del consumo privado y la inversión, así como en las exportaciones, que se benefician de la recuperación generalizada a escala mundial. Los resultados de las encuestas más recientes y los últimos datos disponibles confirman la dinámica de fuerte crecimiento a corto plazo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado sustancialmente al alza en las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017. Según estas proyecciones, el PIB real de la zona del euro se incrementará un 2,4 % en 2017, un 2,3 % en 2018, un 1,9 % en 2019 y un 1,7 % en 2020.

**La expansión económica de la zona del euro mantiene su dinamismo y es generalizada en los distintos países y sectores.** El PIB real aumentó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2017, tras el avance del 0,7 % registrado en el trimestre anterior (véase gráfico 10). El principal factor impulsor continuó siendo la demanda interna, especialmente el gasto en inversión en capital fijo, y, en menor medida, la demanda exterior neta y la variación de existencias. Por el lado de la producción, la mejora de la actividad fue generalizada, con un fuerte crecimiento del valor añadido en la industria (excluida la construcción) y un crecimiento ligeramente menor en la construcción y los servicios.

**Gráfico 10**  
PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017.

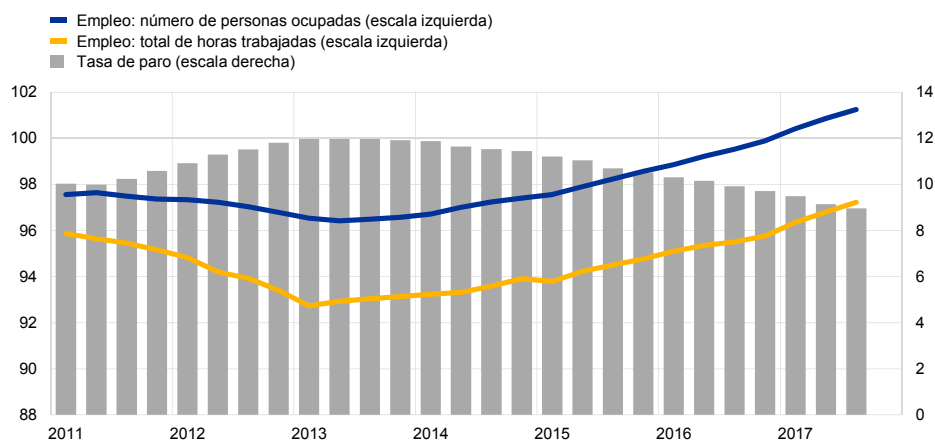
**Los mercados de trabajo de la zona del euro siguen mostrando un intenso dinamismo.** En el tercer trimestre de 2017, el empleo aumentó de nuevo, un 0,4 % en tasa intertrimestral, lo que se tradujo en un incremento interanual del 1,7 %. En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa un 1,2 % por encima del máximo anterior a la

crisis, registrado en el primer trimestre de 2008. El total de horas trabajadas también siguió recuperándose, pero las horas medias trabajadas por persona ocupada se han mantenido prácticamente estables porque, aunque, en promedio, tanto los empleados a tiempo completo como a tiempo parcial trabajaron más horas, estos aumentos se vieron contrarrestados por un cambio en la composición del empleo hacia una proporción más elevada de trabajadores a tiempo parcial<sup>1</sup>. La tasa de paro de la zona del euro fue del 8,8 % en octubre de 2017, el nivel más bajo desde enero de 2009 (véase gráfico 11). El descenso del desempleo fue generalizado en los distintos grupos de edad y en ambos sexos. El paro de larga duración (es decir, el número de personas que lleva al menos doce meses en situación de desempleo expresado en porcentaje de la población activa) también ha seguido disminuyendo, pero permanece muy por encima del nivel anterior a la crisis. La información procedente de las encuestas apunta a que las condiciones de los mercados de trabajo continuarán mejorando en los próximos meses. Asimismo, en algunos países y sectores se observan cada vez más señales de escasez de mano de obra.

### Gráfico 11

#### Evolución del mercado de trabajo de la zona del euro

(escala izquierda: índice: I TR 2008 = 100; escala derecha: porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017 para el empleo y las horas trabajadas, y a octubre de 2017 para la tasa de paro.

#### La mejora de los mercados de trabajo continúa sosteniendo el crecimiento de la renta y el gasto en consumo.

En el tercer trimestre de 2017, la tasa de crecimiento intertrimestral del consumo privado se redujo ligeramente y se situó en el 0,3 %, frente al 0,5 % del trimestre anterior. Este crecimiento, especialmente el de los bienes duraderos, se ha sustentado en la recuperación de las condiciones de los mercados de trabajo y en el aumento del salario real por trabajador. Las medidas de política monetaria del BCE, que han relajado las condiciones de financiación, también continúan favoreciendo el gasto de los hogares. La tasa de ahorro ha descendido en los últimos trimestres, reflejando principalmente la mejora de la situación económica y financiera de los hogares, y el entorno de tipos de interés bajos, que está reduciendo su propensión al ahorro. La confianza de los

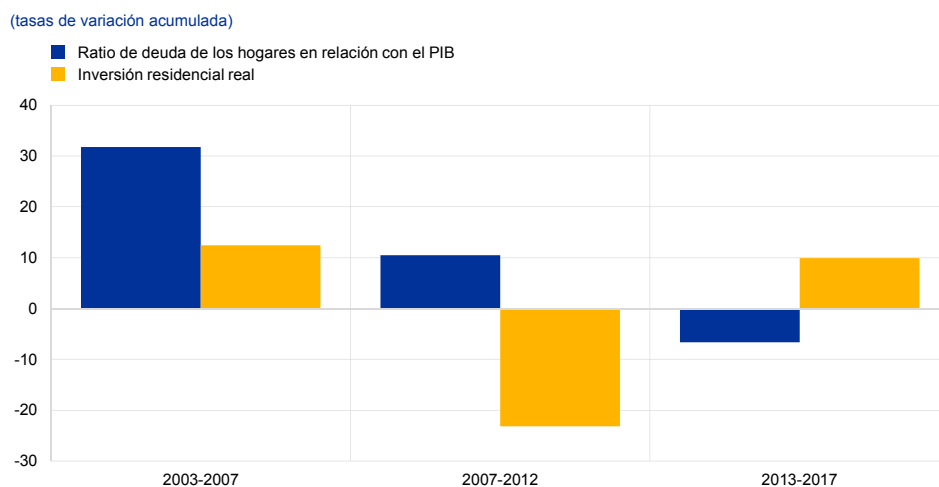
<sup>1</sup> Véase el recuadro titulado «Factores determinantes de la evolución de las horas medias trabajadas por persona empleada desde 2008», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2016.

consumidores volvió a aumentar en noviembre de 2017, como resultado del mayor optimismo de los hogares sobre sus futuras circunstancias económicas y la situación general de la zona del euro, y, en consecuencia, actualmente se sitúa próxima a sus máximos históricos, señalando una intensa dinámica subyacente del consumo en el corto plazo.

**Se espera que la recuperación de los mercados de la vivienda continúe impulsando el crecimiento.**

La inversión residencial se incrementó en un 1,3 % en el segundo trimestre de 2017, reflejando la continuación de la recuperación del conjunto de la zona del euro y de muchos de los países que la integran. Desde que comenzó la crisis de la zona, la inversión residencial y el endeudamiento de los hogares han evolucionado en direcciones opuestas. En 2008, el endeudamiento de los hogares empezó a aumentar, mientras que la inversión en vivienda comenzó a disminuir. Desde 2013, esta tendencia se ha invertido y la recuperación de la inversión ha ido acompañada de un desapalancamiento de los hogares. Esta evolución representa un marcado contraste con la observada durante el período anterior a la crisis, en el que tanto el endeudamiento como la inversión experimentaron un alza (véase gráfico 12).

**Gráfico 12**  
Endeudamiento e inversión en vivienda



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2017.

La inversión residencial y los precios de la vivienda continúan estando impulsados por unas condiciones de financiación muy favorables, por recomposiciones de carteras en favor de la inversión en vivienda en un contexto de bajos rendimientos de las oportunidades de inversión alternativas a largo plazo y del creciente aumento de la renta relacionado con el actual proceso de creación de empleo. Los indicadores recientes sugieren que esta dinámica positiva de la inversión residencial continuará. La confianza empresarial del segmento de construcción de edificios volvió a aumentar en octubre y permanece en niveles observados por última vez en 2008. La producción de la construcción también avanzó en el tercer trimestre, en consonancia con el crecimiento positivo de la inversión residencial en el mismo trimestre, si bien a un ritmo más lento que en meses anteriores del año. La nueva

mejora del indicador de confianza de la construcción (segmento de construcción de edificios) de la Comisión Europea observada en octubre y noviembre en comparación con el tercer trimestre sugiere que el crecimiento positivo también se mantendrá en el cuarto trimestre.

**La inversión empresarial creció a un ritmo sostenido en el tercer trimestre de 2017, y las perspectivas a corto plazo continúan siendo sólidas.**

En ese trimestre, la tasa de crecimiento intertrimestral de la inversión, excluida la construcción, se incrementó un 1,9 %, tras el avance del 3,9 % registrado en el trimestre anterior. La evidencia que se desprende de la encuesta de la Comisión Europea correspondiente al cuarto trimestre sugiere que se considera que las restricciones de oferta han vuelto a aumentar, lo que señala la necesidad de ampliar o racionalizar el *stock* de capital. Además, la confianza del sector de producción de bienes de equipo sigue siendo elevada, como consecuencia de unas expectativas de producción y unas carteras de pedidos muy favorables. Por último, el moderado crecimiento de la financiación mediante deuda, junto con la marcada recuperación de los precios de las acciones observada en los últimos años, han reducido la ratio de apalancamiento (deuda sobre activos totales) de las sociedades no financieras hasta mínimos históricos, lo que debería permitir a las empresas liberar recursos para destinarlos a actividades de inversión.

**Se espera que la inversión empresarial continúe recuperándose a medio plazo.**

Las sólidas perspectivas de inversión se sustentan en diversos factores. La utilización de la capacidad productiva sigue aumentando y se mantiene por encima de los niveles medios anteriores a la crisis, se espera que las condiciones de financiación continúen siendo muy favorables y se prevé que los márgenes de beneficio se incrementen en un contexto en el que el sector de sociedades no financieras ya cuenta con abundante liquidez. Además, es previsible que las presiones para el desapalancamiento continúen disminuyendo a medida que avance la expansión económica en un entorno de bajos tipos de interés y, a su vez, apuntale el crecimiento de la inversión empresarial. Sin embargo, las expectativas de un crecimiento todavía débil del producto potencial y las limitaciones de la capacidad de intermediación de las entidades de crédito en algunos países, así como la persistencia de obstáculos estructurales y la falta de trabajadores con determinadas cualificaciones, pueden seguir lastrando las perspectivas de inversión empresarial.

**Las exportaciones de la zona del euro siguen creciendo a un ritmo vigoroso.**

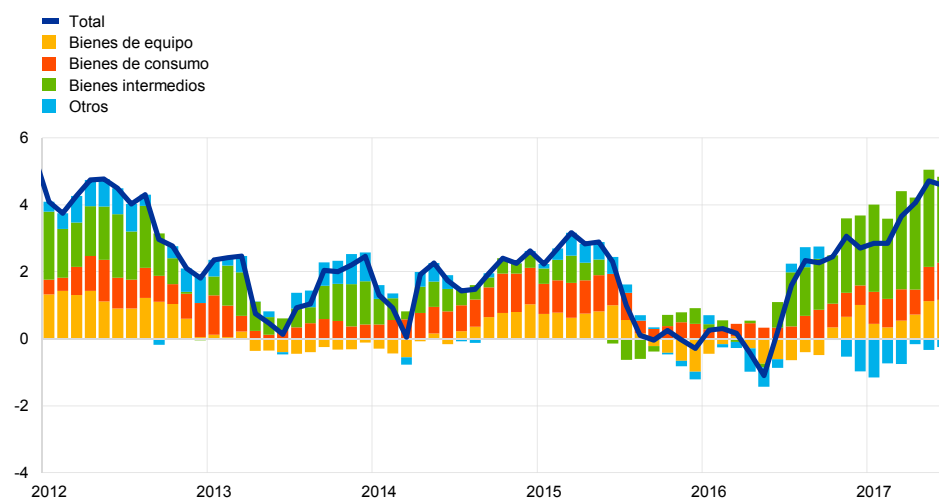
Los datos mensuales sobre comercio apuntan a un intenso dinamismo de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en el tercer trimestre, en el que se registró un incremento interanual del 4,1 %, el más pronunciado en seis años (teniendo en cuenta las observaciones correspondientes a julio y agosto), y se sitúan muy por encima de su nivel medio posterior a la crisis. Este avance representa la continuación del repunte que comenzó en 2016. La evolución favorable de la demanda externa compensó con creces el impacto adverso de la reciente apreciación del euro. Las exportaciones a países no pertenecientes a la UE, concretamente a China y al resto de Asia, son el principal factor determinante de esta dinámica. Los nuevos pedidos del sector

manufacturero, superiores a la media, y los indicadores del clima de los mercados de exportación sugieren que el fuerte crecimiento de las exportaciones continuará en los próximos meses y que la pujanza observada en los bienes de equipo e intermedios (véase gráfico 13) puede estar relacionada con un repunte de la inversión a escala mundial. Es posible que la recuperación de la inversión sostenga las exportaciones en el medio plazo.

### Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Notas: Las exportaciones de bienes se expresan en términos reales. La última observación corresponde a agosto de 2017.

**En conjunto, los últimos datos disponibles apuntan, en general, a que el impulso al alza del crecimiento se mantendrá en el cuarto trimestre de 2017 y en torno al cambio de año, y se espera que el crecimiento continúe siendo vigoroso en 2018.** El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto de producción siguieron mejorando en noviembre y permanecieron muy por encima de sus niveles medios. Esta evolución sugiere que en el cuarto trimestre de 2017 el crecimiento fue al menos tan intenso como en el trimestre anterior (véase el recuadro titulado «¿Qué nos sugiere la reciente fortaleza de los indicadores de opinión sobre la intensidad y la magnitud del crecimiento del PIB real?», en este Boletín Económico).

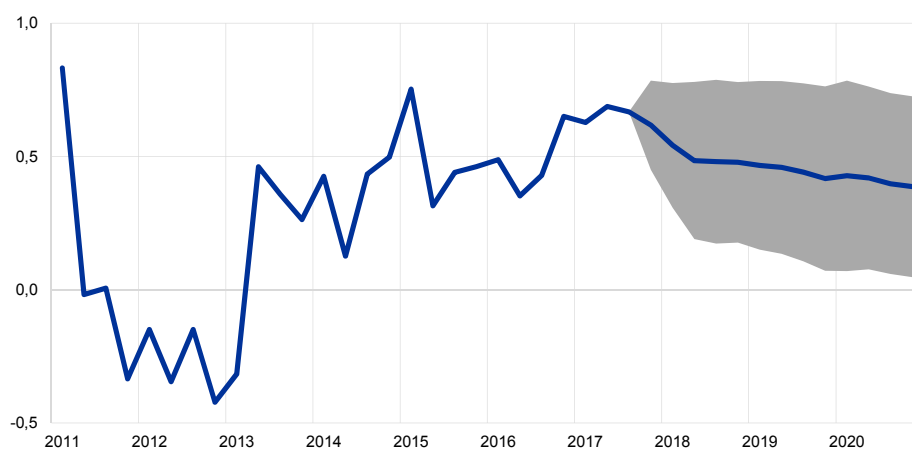
**Se prevé que la actual expansión económica de la zona del euro prosiga, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE que están transmitiéndose a la economía real.** Las menores necesidades de desapalancamiento siguen contribuyendo al crecimiento del gasto privado. El crecimiento del consumo privado se sustenta en la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo, en los bajos tipos de interés y en unas condiciones de financiación muy favorables. El aumento de la rentabilidad empresarial y las condiciones de financiación muy favorables siguen propiciando la recuperación de la inversión empresarial. Al mismo tiempo, los exportadores de la zona del euro continúan beneficiándose de la actual expansión económica mundial.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,4 % en 2017, el 2,3 % en 2018, el 1,9 % en 2019 y el 1,7 % en 2020 (véase gráfico 14).** Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado sustancialmente al alza. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están básicamente equilibrados.

#### Gráfico 14

PIB real de la zona del euro (incluidas proyecciones)

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 14 de diciembre 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 implica 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, que puede consultarse en el sitio web del BCE.



## 4 Precios y costes

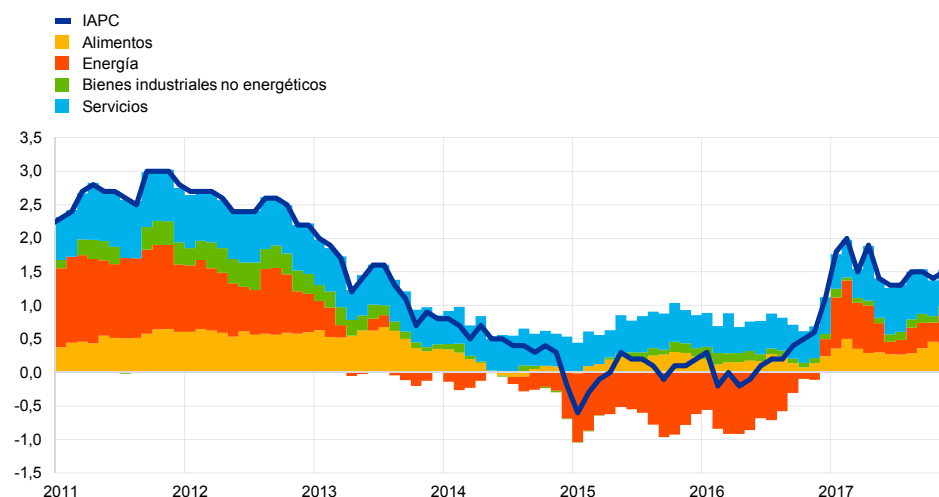
*Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,5 % en noviembre, frente al 1,4 % de octubre. Paralelamente, los indicadores de la inflación subyacente han experimentado una ligera moderación recientemente, debido en parte a factores especiales. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual se reduzcan en los próximos meses, sobre todo como consecuencia de los efectos de comparación de los precios de la energía, antes de aumentar de nuevo. Se espera que la inflación subyacente ascienda de forma gradual a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica, la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y el mayor crecimiento salarial. En general, esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,4 % en 2018, el 1,5 % en 2019 y el 1,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado al alza, debido sobre todo al incremento de los precios del petróleo y de los alimentos.*

**La inflación general aumentó ligeramente en noviembre.** Según la estimación de avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se incrementó hasta situarse en el 1,5 % en noviembre, desde el 1,4 % de octubre, volviendo así al nivel registrado en septiembre (véase gráfico 15). El incremento de noviembre refleja principalmente el mayor ritmo de avance de los precios de la energía, que se vio compensado marginalmente por un pequeño descenso de la tasa de variación de los precios de los alimentos. El aumento de la inflación de la energía fue más elevado de lo previsto, como consecuencia de las sustanciales subidas de los precios del petróleo más recientes.

### Gráfico 15

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

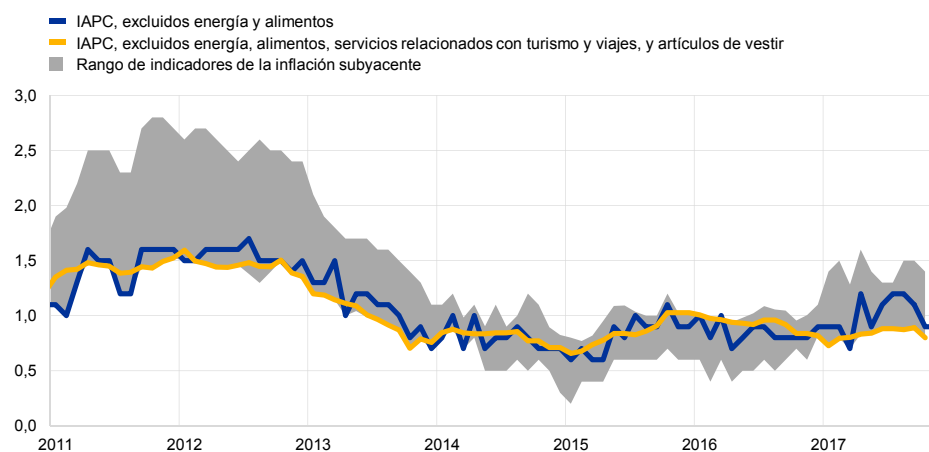
Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2017 (estimaciones de avance).

**Los indicadores de la inflación subyacente han experimentado una ligera moderación recientemente, debido en parte a factores especiales.** La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en una tasa del 0,9 % en noviembre de 2017, sin variación con respecto a octubre, pero inferior al 1,1 % registrado en septiembre (véase gráfico 16). Esta caída general observada desde septiembre se debió, en cierta medida, al acusado descenso de la tasa de variación de los precios de algunos servicios, entre ellos, la educación en Italia y los seguros de transporte en Alemania. En noviembre, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó próxima a los niveles observados a finales de 2016 y principios de 2017. En conjunto, los indicadores de la inflación subyacente aún no han mostrado signos convincentes de una tendencia sostenida al alza.

## Gráfico 16

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

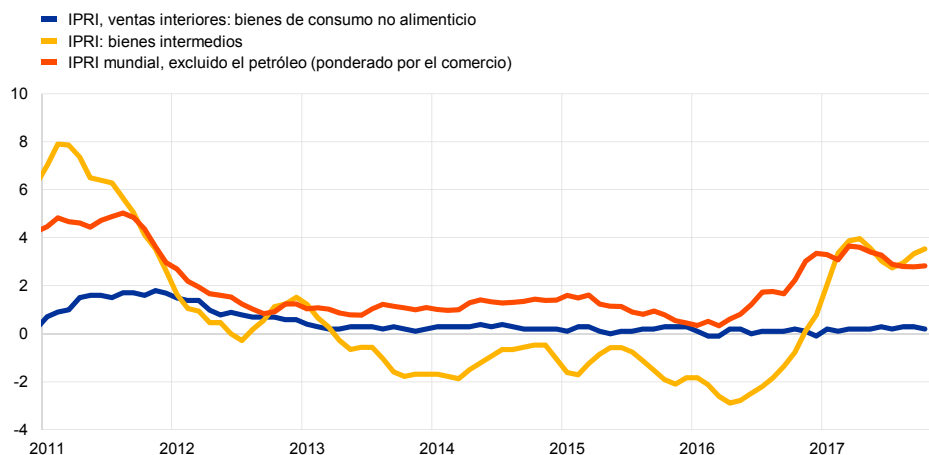
Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media truncada al 10 %; la media truncada al 30 %; la mediana del IAPC y un indicador basado en un modelo de factores dinámicos. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2017 (IAPC, excluidos la energía y los alimentos: estimación de avance) y a octubre de 2017 (resto de los indicadores).

**Las presiones sobre los precios a escala mundial siguen siendo intensas, pero aún no se han transmitido a las últimas fases del proceso de formación de precios en la zona del euro.** La tasa de variación interanual de los precios del petróleo en euros ha crecido notablemente en los últimos meses y persisten las fuertes presiones sobre los precios de los bienes no energéticos a escala mundial (véase gráfico 17). Estas presiones globales al alza sobre los precios de importación de la zona del euro se han reducido gracias a la presión a la baja derivada del impacto de la apreciación del euro durante el verano, pero siguen teniendo su reflejo en el notable incremento de los precios de importación y de producción de los bienes intermedios, que crecieron a un ritmo interanual del 3,5 % en octubre. No obstante, la transmisión a las últimas fases del proceso de formación de precios parece seguir siendo débil, dado que la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo prácticamente estable —solo el 0,2 %— en octubre. La baja inflación observada en los precios de producción de estos bienes, pese a las intensas presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción y de formación de precios, podría deberse, entre otras razones, a que los márgenes se están comprimiendo.

## Gráfico 17

### Precios de producción interior, de los bienes intermedios y a escala mundial

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2017.

#### **El crecimiento de los salarios se ha incrementado ligeramente en los últimos trimestres.**

El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó desde el mínimo del 1,1 % registrado en el segundo trimestre de 2016, hasta el 1,7 % en el tercer trimestre de 2017. Este incremento estuvo impulsado principalmente por una mayor deriva salarial, que suele reaccionar a los cambios cíclicos con mayor rapidez que los salarios negociados. El crecimiento interanual de los salarios negociados por trabajador fue del 1,4 % en el tercer trimestre de 2017, sin variación con respecto al trimestre precedente e igual a la media de 2016. Entre los factores que pueden seguir lastrando el avance de los salarios se incluyen el grado de holgura del mercado de trabajo, que aún es significativo, la baja inflación registrada anteriormente, el débil crecimiento de la productividad y la perduración de los efectos de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis<sup>2</sup>.

#### **Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables.**

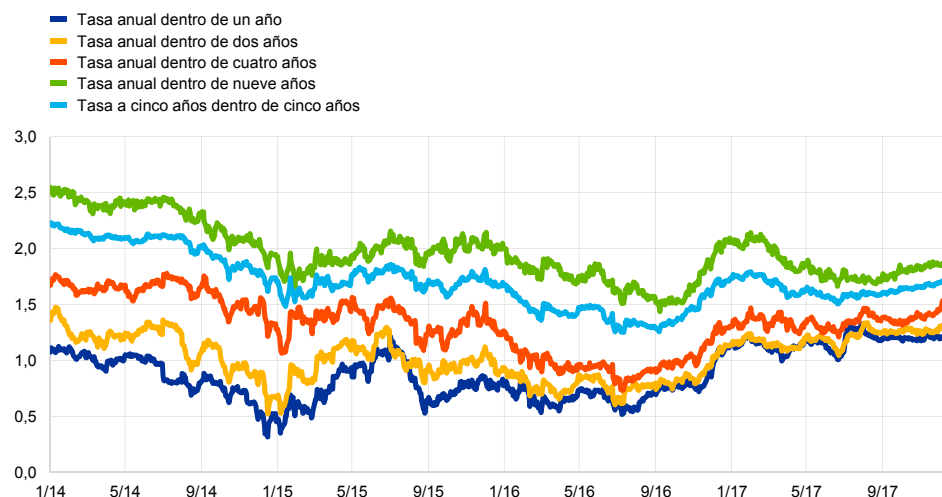
La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,71 % el 13 de diciembre de 2017, ligeramente por encima del nivel observado a principios de septiembre (véase gráfico 18). De cara al futuro, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación siguen señalando un período prolongado de inflación reducida, y solo un retorno muy gradual hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. La probabilidad de deflación implícita en los mercados de opciones de inflación sigue siendo baja y sugiere que el riesgo de deflación se mantiene contenido. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2017, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro se situaron en el 1,9 %.

<sup>2</sup> Véase también el recuadro titulado «¿Qué podemos aprender de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE sobre las percepciones de la dinámica del mercado de trabajo en la zona del euro?», en este Boletín Económico.

## Gráfico 18

### Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 13 de diciembre de 2017.

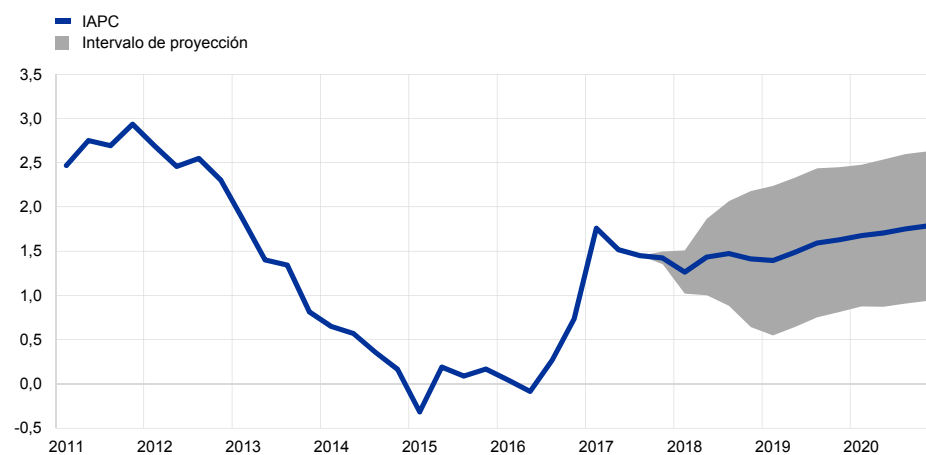
**Aunque se espera que los efectos de comparación a la baja relacionados con la energía se traduzcan en un ligero descenso de la inflación medida por el IAPC a corto plazo, se prevé que el IAPC siga una senda ascendente posteriormente y alcance el 1,7 % en 2020.** Sobre la base de la información disponible a finales de noviembre, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,4 % en 2018, el 1,5 % en 2019 y el 1,7 % en 2020 (véase gráfico 19)<sup>3</sup>. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado al alza, debido sobre todo al aumento de los precios del petróleo y de los alimentos.

<sup>3</sup> Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 14 de diciembre de 2017.

### Gráfico 19

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 14 de diciembre de 2017.

**Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ascienda de forma gradual a medio plazo.** Según las previsiones, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situará en el 1 % en 2017, el 1,1 % en 2018, el 1,5 % en 2019 y el 1,8 % en 2020. En relación con los costes internos, algunos factores importantes que explican el repunte gradual de la inflación subyacente son las mejoras de las condiciones en los mercados de trabajo de la zona del euro, así como la creciente escasez de mano de obra en algunas partes de la zona, que se espera que impulsen el crecimiento salarial. Asimismo, cabe esperar que el notable incremento de la inflación general en 2017, en comparación con los tres años anteriores, contribuya a un mayor crecimiento salarial en los países de la zona del euro cuyos procesos de formación de salarios incluyen componentes de expectativas o de indexación basados en la evolución pasada de la inflación.

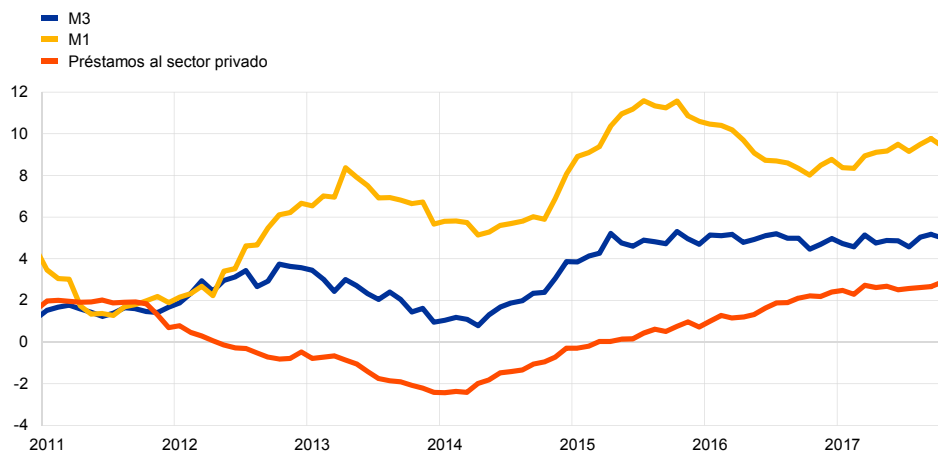
## 5 Dinero y crédito

En el tercer trimestre de 2017 y en octubre, el agregado monetario amplio siguió creciendo al sólido ritmo observado, en general, desde mediados de 2015. El crecimiento de los préstamos al sector privado también continuó recuperándose. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras se fortaleció en el tercer trimestre de 2017, lo que refleja las mejoras del crédito bancario y de la emisión de valores representativos de deuda.

**El crecimiento del agregado monetario amplio siguió siendo sólido —el 4,9 % en promedio— en el tercer trimestre de 2017 y se situó en el 5 % en octubre, en consonancia con el ritmo sostenido de expansión monetaria registrado desde mediados de 2015 (véase gráfico 20).** 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, respaldaron el crecimiento de M3. Los componentes más líquidos fueron nuevamente los que más contribuyeron al avance del agregado monetario amplio, con una tasa de crecimiento interanual de M1 del 9,4 % en el tercer trimestre de 2017 y en octubre (frente al 9,2 % del segundo trimestre de 2017 y el 9,8 % de septiembre).

**Gráfico 20**  
M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a octubre 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 tercer trimestre de 2017 y en octubre. En cambio, la volátil tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las instituciones financieras no monetarias se redujo en octubre, provocando la ralentización del crecimiento de M1 durante dicho mes. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación permaneció prácticamente sin cambios en el tercer trimestre de 2017 y en octubre,

lo que indica que no existe una marcada tendencia 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. La tasa de variación interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, pasó a ser negativa en este período. Esta evolución obedeció a la menor contribución positiva de las participaciones en fondos del mercado monetario, que señala una disminución del atractivo de estos instrumentos, y a la caída adicional de las emisiones de valores representativos de deuda a corto plazo por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM).

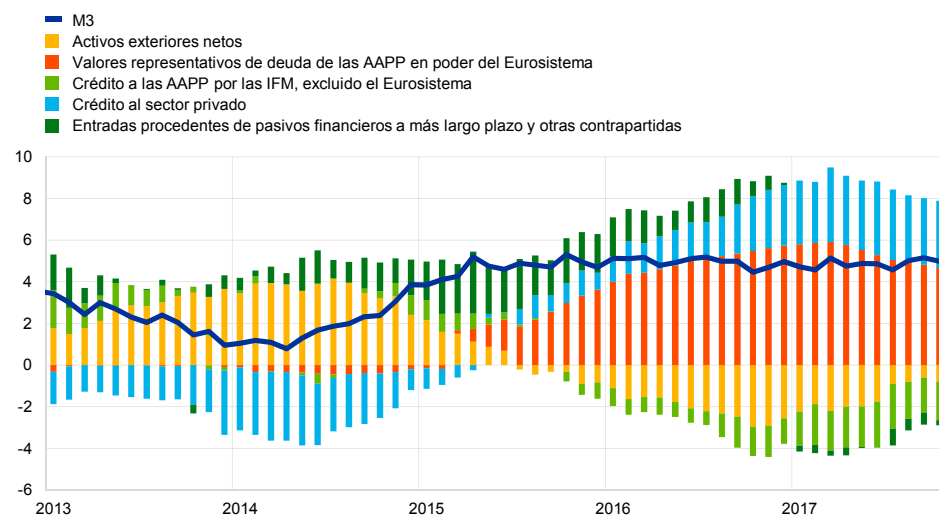
**Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 21).** En lo que respecta a las contrapartidas, las adquisiciones de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas (AAPP) por parte del Eurosistema (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 21), realizadas principalmente en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del BCE, contribuyeron de forma positiva al avance de M3. La recuperación sostenida del crédito al sector privado (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 21) también siguió sustentando el crecimiento de M3. En este concepto se incluyen los préstamos otorgados por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. También comprende las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). La persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM favoreció el crecimiento de M3 (se incluyen junto con otras contrapartidas en la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 21). La tasa de variación interanual de estos pasivos ha sido negativa desde el segundo trimestre de 2012, debido, 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. Por último, las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, contribuyeron al crecimiento interanual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, y frenaron, por tanto, el crecimiento de M3 (véase la parte de color verde claro de las barras del gráfico 21).



## Gráfico 21

### M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas IFM, de la zona del euro. Por lo tanto, incluye las tenencias de valores representativos de deuda del Eurosistema adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP). La última observación corresponde a octubre de 2017.

### Los activos exteriores netos de las IFM siguieron lastrando el crecimiento interanual de M3 (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 21).

Aunque el flujo interanual de los activos exteriores netos se mantuvo negativo en el tercer trimestre de 2017, las salidas de capital de la zona del euro, que pueden atribuirse, en parte, a las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP, se han reducido en los últimos meses, lo que ha mitigado la correspondiente presión a la baja sobre el crecimiento de M3. La contribución negativa procedente de los activos exteriores netos dejó de disminuir en octubre. Aunque los no residentes siguieron contándose entre los principales vendedores de valores admisibles en el programa de compra de activos (APP), pueden haber moderado el reajuste de sus carteras en favor de otros activos de la zona del euro.

### La recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014 ha proseguido.

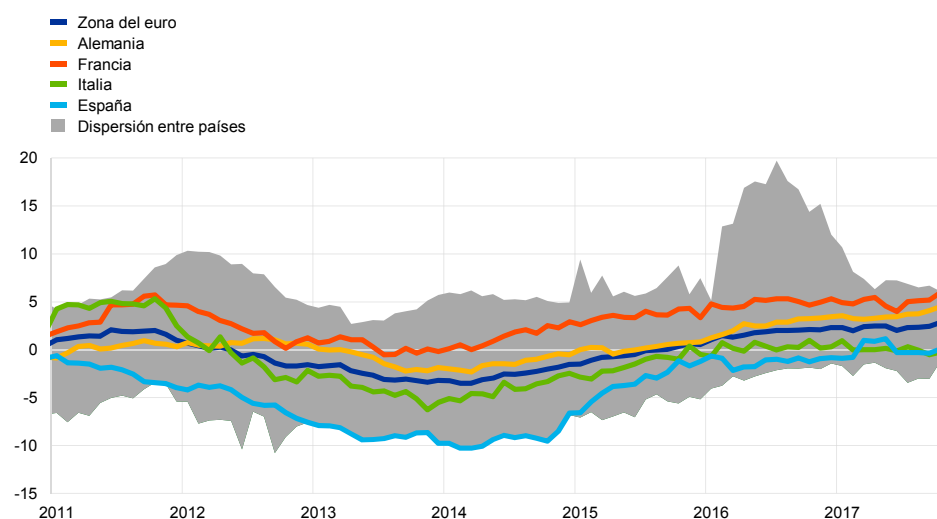
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) se mantuvo prácticamente estable en el tercer trimestre de 2017 y se incrementó en octubre (véase gráfico 20). Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras aumentó hasta el 2,9 % en octubre, desde el 2,3 % del tercer trimestre (véase gráfico 22). El crecimiento de estos préstamos se ha recuperado significativamente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014 y la dispersión entre países de su evolución se ha reducido en general. Al mismo tiempo, la heterogeneidad en el crecimiento del crédito entre los cuatro países más grandes de la zona del euro se acrecentó algo en octubre de 2017. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo prácticamente estable

y se situó en el 2,7 % en octubre (véase gráfico 23). La considerable reducción de los tipos de interés del crédito bancario observada 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 de la oferta y de la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances y en la reducción de los préstamos dudosos, aunque el nivel de estos últimos sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito<sup>4</sup>.

### Gráfico 22

#### Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

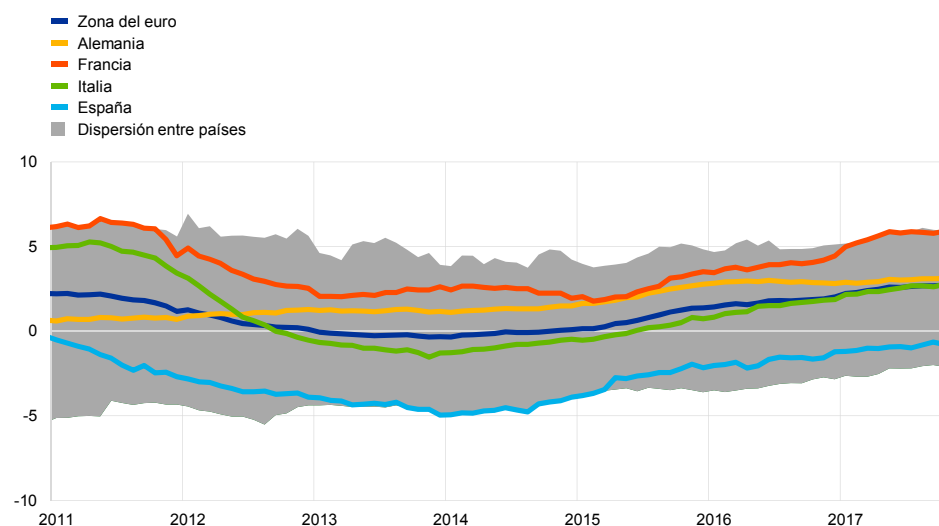
Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a octubre de 2017.

<sup>4</sup> Véase también la sección 3 de *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2017.

### Gráfico 23

#### Préstamos de las IFM a los hogares en una selección de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

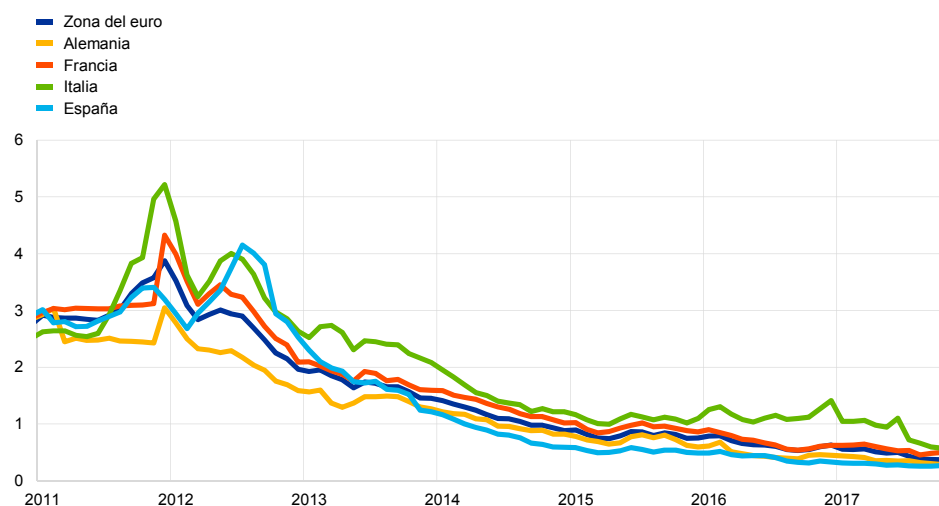
Notas: Ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a octubre de 2017.

**Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron mejorando y registraron nuevos mínimos históricos.** El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda descendió nuevamente en el tercer trimestre de 2017 y se mantuvo en un mínimo histórico en octubre (véase gráfico 24). La caída del tercer trimestre estuvo determinada por la evolución de la rentabilidad de los bonos bancarios, mientras que el coste de los depósitos permaneció estable. En octubre, la rentabilidad de los bonos bancarios y el coste de los depósitos se redujeron hasta registrar nuevos mínimos históricos. 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 de financiación favorables para las entidades de crédito.

## Gráfico 24

### 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, Markit Iboxx y cálculos del BCE.

Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La última observación corresponde a octubre de 2017.

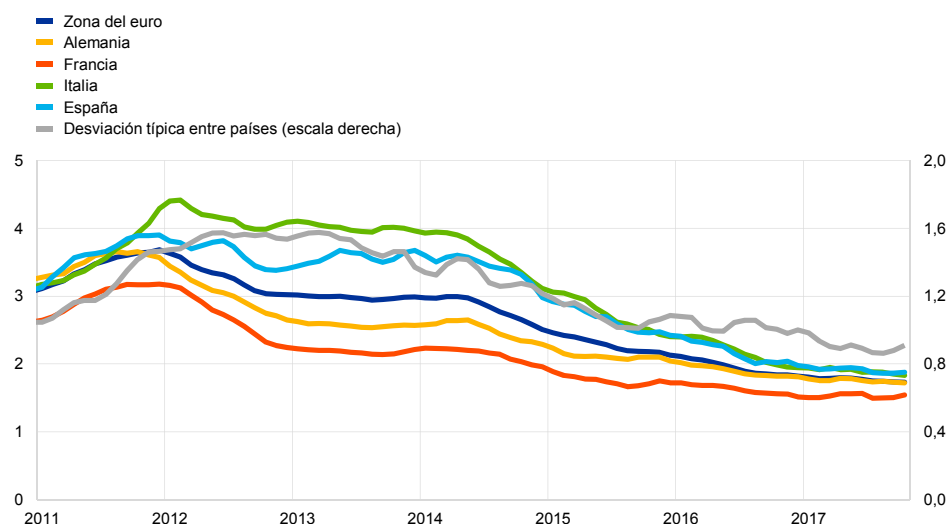
### Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras permanecieron en mínimos históricos (véase gráfico 25).

El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras continuaron reduciéndose hasta alcanzar un mínimo histórico en el tercer trimestre de 2017, donde se mantuvo en octubre. El moderado incremento que registró el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda hasta agosto de 2017, desde el mínimo histórico del 1,78 % observado en diciembre de 2016, se suavizó en septiembre y en octubre de 2017 (véase gráfico 26). En conjunto, los tipos de interés sintéticos del crédito otorgado a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido significativamente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014, lo que señala una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios. El citado descenso de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido la reducción de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Entre mayo de 2014 y octubre de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron 120 puntos básicos y 103 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, este descenso fue particularmente pronunciado en los países vulnerables de la zona del euro, lo que contribuye a una transmisión más homogénea entre países de la política monetaria a los tipos de interés de estos préstamos. 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 se situó en niveles cercanos a su mínimo histórico en octubre de 2017. Esto indica que, en general, 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 bancarios.

## Gráfico 25

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



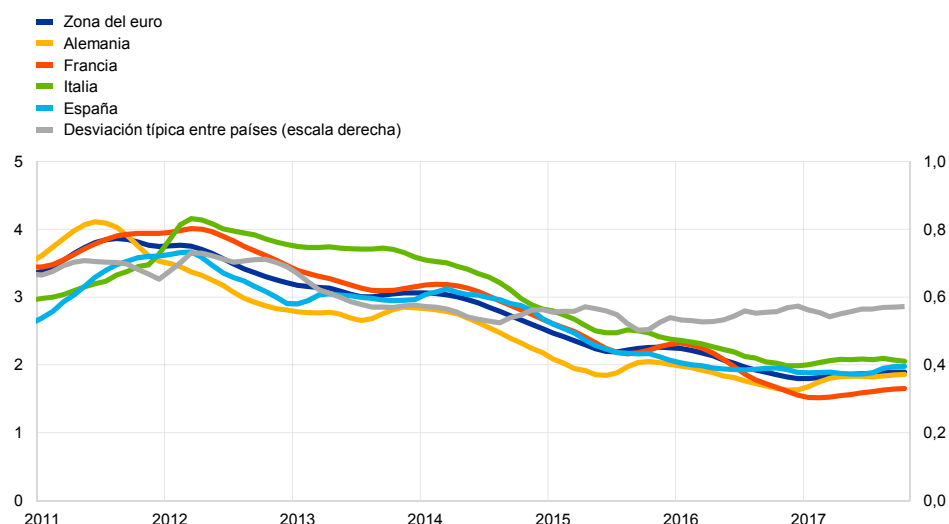
Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a octubre de 2017.

## Gráfico 26

### Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a octubre de 2017.

**Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa concedida a las sociedades no financieras de la zona del euro se fortaleció en el tercer trimestre de 2017.** Esta evolución refleja las mejoras del crédito bancario y de la emisión de valores representativos de deuda. En conjunto, la recuperación de la

financiación externa de las sociedades no financieras observada desde principios de 2014 se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, en nuevos descensos del coste de la financiación mediante deuda, en la relajación de las condiciones de concesión del crédito bancario y en el aumento de las fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, los crecientes saldos de efectivo de las sociedades no financieras, que se sitúan en máximos históricos, han reducido la necesidad de financiación externa.

**Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras aumentaron en el tercer trimestre de 2017.** El aumento de las emisiones netas se concentró en julio, mientras que en agosto y septiembre la actividad emisora fue escasa. Los datos de mercado apuntan a que las emisiones brutas de valores representativos de deuda fueron robustas en octubre y en noviembre. Las emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras continuaron viéndose frenadas por las significativas recompras de acciones en algunos países.

**Los costes de financiación de las sociedades no financieras siguen siendo favorables.** Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, disminuyó algo más, hasta situarse en el 4,3 % en noviembre de 2017, tras experimentar un aumento moderado en junio y en julio. La mayor parte del descenso registrado desde julio de 2017 se debe a la reducción del coste de las acciones. Además, se estima que el coste de los valores de renta fija cayó hasta un nuevo mínimo histórico (véase la sección 2). El coste nominal total de la financiación externa se sitúa ahora 30 puntos básicos por encima de su mínimo histórico de julio de 2016, pero se mantiene considerablemente por debajo del nivel observado en el verano de 2014, justo antes de que los mercados empezaran a descontar las expectativas relativas al inminente APP.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

*Las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017 prevén una reducción adicional del déficit presupuestario de la zona del euro a lo largo del horizonte de proyección (2017-2020), principalmente como consecuencia de la mejora de las condiciones cíclicas y de 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 prácticamente neutral. Se espera que la deuda pública de la zona del euro en relación con el PIB siga descendiendo, aunque desde un nivel que todavía es elevado. En particular, en los países con altos niveles de deuda son necesarios esfuerzos de consolidación adicionales para situar su ratio de deuda pública en una firme senda descendente y para reconstituir los colchones fiscales.*

### **Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuya gradualmente a lo largo del horizonte de proyección.**

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017<sup>5</sup>, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá desde el 1,5 % del PIB de 2016 hasta el 0,5 % del PIB en 2020 (véase cuadro 1). La mejora esperada de las perspectivas de las finanzas públicas, que prácticamente no han variado con respecto a las proyecciones de septiembre de 2017, se sustenta principalmente en unas condiciones cíclicas favorables y en la disminución de los pagos por intereses. Aunque algunos de los proyectos de planes presupuestarios para 2018 presentados por los países de la zona del euro a mediados de octubre de 2017 contemplan esfuerzos de consolidación adicionales, estos esfuerzos no siempre se reflejan íntegramente en las proyecciones, ya que estas solo incluyen medidas ya adoptadas o que van a ser adoptadas próximamente por los respectivos Parlamentos. Para más detalles sobre los proyectos de planes presupuestarios, véase el recuadro titulado «Análisis de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2018», en este Boletín Económico. Se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea prácticamente neutral durante el horizonte de proyección<sup>6</sup>.

### **Se espera que los niveles de deuda pública de la zona del euro continúen**

**descendiendo desde sus elevadas cotas.** A tenor de las proyecciones, la deuda de la zona del euro en relación con el PIB, que registró un máximo en 2014, disminuirá desde el 88,9 % del PIB de 2016 hasta el 80,7 % del PIB a finales de 2020. Este descenso se debe, fundamentalmente, a un superávit primario positivo y en aumento, y a un diferencial favorable entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento, reflejo, este último, de unas perspectivas macroeconómicas generalmente estables. La ratio de deuda es algo más baja que la de las

<sup>5</sup> Véanse las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017](#).

<sup>6</sup> La orientación de la política fiscal 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 medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

proyecciones de septiembre de 2017, principalmente como consecuencia de un diferencial más favorable entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento. Según las proyecciones, los ratios de deuda mejorarán en la mayoría de los países de la zona del euro, aunque se espera que, en algunos, esta ratio se incremente a lo largo del horizonte de proyección. En el caso particular de los países con niveles de deuda elevados, es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales respetando íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para que la ratio de deuda pública en relación con el PIB se sitúe en una firme senda descendente. Reconstituir los colchones fiscales contribuiría a reducir la vulnerabilidad de los países ante nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o ante un rápido repunte de los tipos de interés.

### Cuadro 1

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

(porcentaje del PIB)

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>a. Ingresos totales</b>	46,1	46,0	45,7	45,3	45,2
<b>b. Gastos totales</b>	47,6	47,1	46,6	46,2	45,7
de los cuales:					
<b>c. Gasto por intereses</b>	2,2	2,0	1,9	1,7	1,7
<b>d. Gasto primario (b - c)</b>	45,4	45,1	44,7	44,5	44,0
<b>Saldo presupuestario (a - b)</b>	-1,5	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
<b>Saldo presupuestario primario (a - d)</b>	0,6	0,9	1,0	0,9	1,2
<b>Saldo presupuestario ajustado de ciclo</b>	-1,4	-1,2	-1,1	-1,2	-1,0
<b>Saldo estructural primario</b>	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7
<b>Deuda bruta</b>	88,9	87,0	85,1	83,1	80,7
<b>Pro memoria: PIB real (tasas de variación)</b>	1,8	2,4	2,3	1,9	1,7

Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre 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, podría haber diferencias con respecto a los datos validados más recientes de Eurostat.



# Recuadros

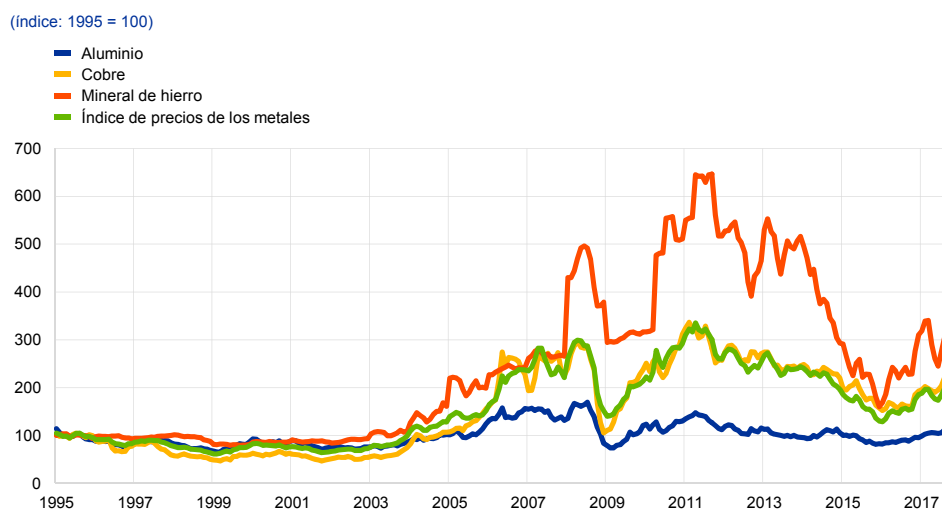
## 1 ¿Qué factores determinan los precios de los metales?

Entender los factores que determinan los precios de los metales es importante para evaluar cómo repercuten en los precios de la zona del euro. En este recuadro se analizan los determinantes de la evolución de los precios de los metales desde 1998, prestando especial atención al repunte que registraron entre junio y septiembre de 2017, período en el que los precios del aluminio, el cobre y el mineral de hierro aumentaron simultáneamente alrededor de un 10 %.

**Aunque reciben menos atención que los precios del petróleo, los precios de los metales también han experimentado grandes fluctuaciones desde finales de 2003.**

Los precios de los metales se mantuvieron relativamente estables entre 1995 y finales de 2003. Posteriormente aumentaron con fuerza hasta mediados de 2011 (a excepción de una caída registrada durante la recesión global), disminuyeron hasta principios de 2016 y a partir de entonces empezaron a subir de nuevo (véase gráfico A). En septiembre de 2017, los precios se situaban alrededor de un 75 % por encima de los observados en 1995, impulsados por el mineral de hierro y el cobre, mientras que los precios del aluminio permanecieron más estables durante ese período.

**Gráfico A**  
Precios de los metales



Fuentes: Bloomberg, Hamburg Institute of International Economics (HWWI) y cálculos del BCE.  
Notas: El índice de precios de los metales incluye aluminio, cobre, plomo, níquel, acero, estaño, zinc y mineral de hierro. Las ponderaciones se basan en las importaciones a países de la zona del euro (véase gráfico B).

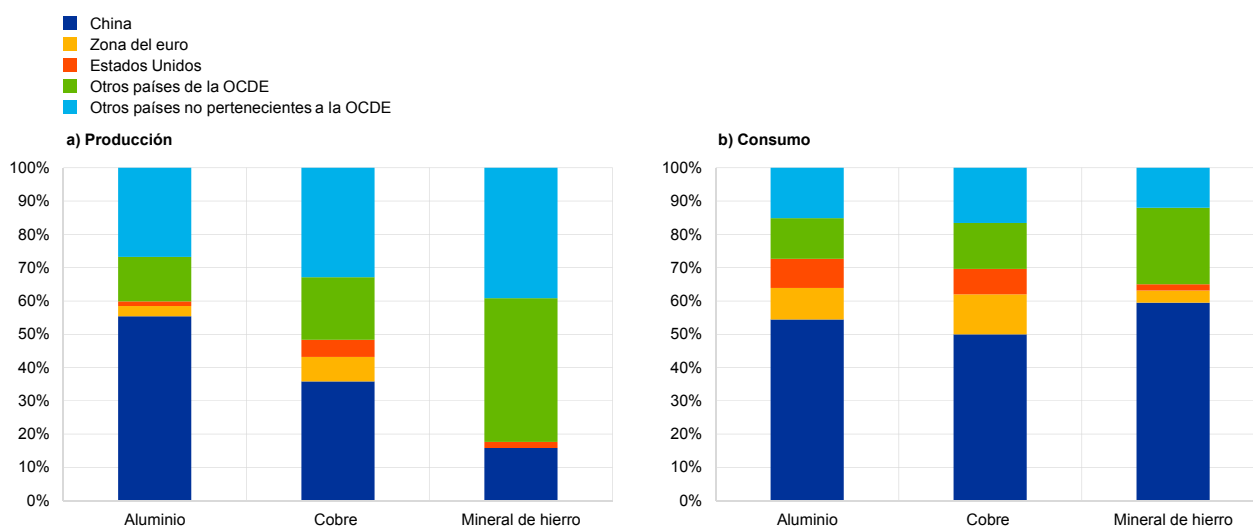
**Gracias al intenso crecimiento económico experimentado en la última década, China se ha convertido en el principal consumidor de metales y, en el caso de algunos de ellos, también en el mayor productor (véase gráfico B).** China acapara entre el 50 % y el 60 % del consumo mundial de metales, y representa en torno al 50 % y al 35 % de la producción mundial de aluminio y de cobre, respectivamente. Sin embargo, el consumo de mineral de hierro en este país

registró un descenso, pasando del 70 % en 2014 al 60 % en 2015, debido al reequilibrio gradual de la economía china en favor de los servicios, en detrimento de las actividades intensivas en materias primas. Asimismo, las inquietudes medioambientales contribuyeron al descenso de la producción de acero en China y tuvieron un impacto negativo en la demanda de mineral de hierro.

## Gráfico B

### Composición geográfica de la producción y del consumo de metales

(porcentajes globales en 2016)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a), los datos correspondientes al aluminio y al cobre proceden de World Bureau of Metal Statistics (WBMS) y reflejan principalmente la producción primaria y la producción de refinado, respectivamente. Los datos de mineral de hierro se basan en la producción minera de mineral de hierro utilizable y proceden de United States Geological Survey (USGS). En el panel b), se utilizan las mismas fuentes de datos para el consumo. No se dispone de información sobre el consumo de mineral de hierro en 2016 y se sustituye por datos de 2015.

**Si bien los factores de demanda han sido determinantes clave de las fluctuaciones de los precios de los metales durante las dos últimas décadas, las estimaciones basadas en modelos sugieren que el reciente repunte de estos precios también estuvo impulsado por factores de oferta.** Para explicar los principales factores determinantes del repunte se utiliza un modelo de factores dinámicos en un amplio panel de precios de bienes energéticos y no energéticos, como el desarrollado por Delle Chiaie, Ferrara y Giannone (2017)<sup>7</sup>. Este enfoque parte del supuesto de que las perturbaciones específicas en los mercados de materias primas, como las de oferta en materias primas concretas, suelen ser idiosincrásicas y, por tanto, tienden a compensarse cuando se considera un amplio conjunto de precios de las materias primas. Por el contrario, los cambios sostenidos del componente común (el factor global) tienden a indicar variaciones de la demanda motivadas por el ciclo económico mundial. El factor (de demanda) global refleja gran parte de las fluctuaciones de los precios de los metales y ha sido muy relevante desde que comenzó la década de 2000, debido principalmente a la creciente importancia de China (véase gráfico C). No obstante, si se analiza el período más reciente, el incremento simultáneo de los precios de los tres metales de alrededor del 10 % entre junio y septiembre de 2017 fue atribuible,

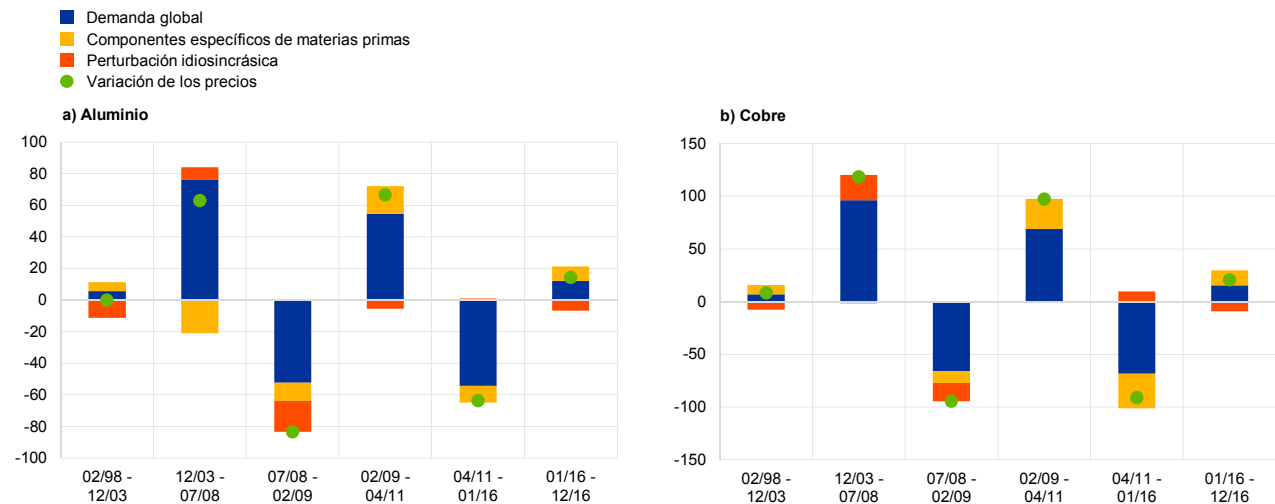
<sup>7</sup> S. Delle Chiaie, L. Ferrara y D. Giannone, «Common factors of commodity prices», *Working Paper Series*, n.º 2112, BCE, noviembre de 2017.

fundamentalmente, a los componentes específicos, que deberían reflejar los factores de oferta, ya que se plasman en las contribuciones de los componentes específicos e idiosincrásicos (véase gráfico D). El aumento de la demanda global también influyó, aunque en menor medida que la oferta.

### Gráfico C

#### Principales factores determinantes de los precios de los metales entre 1998 y 2016

(tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales a las variaciones de los precios)



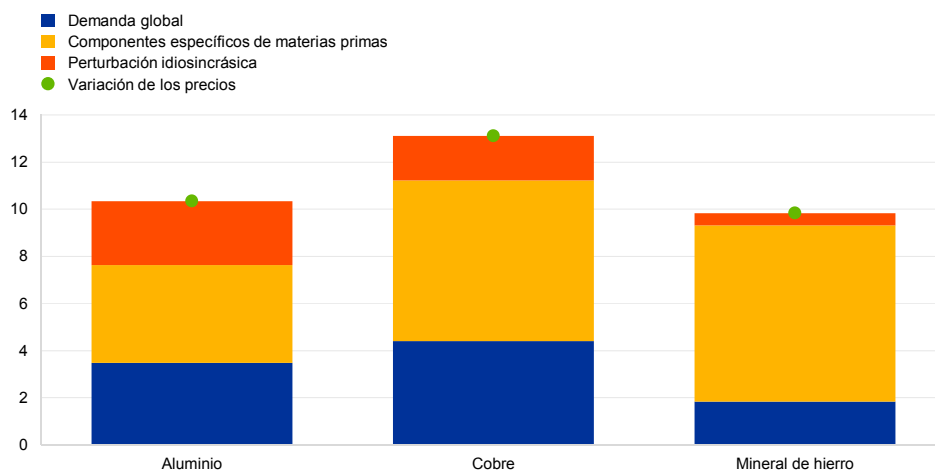
Fuente: Delle Chiaie, Ferrara y Giannone (2017).

**Estos resultados están en consonancia con la evolución de los mercados de metales durante este período.** La producción de cobre disminuyó en Chile y en Perú debido a las condiciones meteorológicas y a algunas huelgas mineras, mientras que la escasez de suministro en Australia y Brasil favoreció el incremento de las cotizaciones del mineral de hierro. Los precios del aluminio también registraron un alza como consecuencia de la fuerte demanda global y de la política de China de reducir la sobreproducción y la contaminación mediante el cierre de fábricas. Desde el comienzo de octubre de 2017, los precios de los metales han aumentado ligeramente (en torno al 2 %), debido sobre todo a la evolución del mineral de hierro, cuyos precios se elevaron como resultado de la creciente demanda de mineral de hierro de alta calidad después de una reestructuración de la industria siderúrgica en China, afectada por la aplicación de las reformas medioambientales.

## Gráfico D

### Principales factores determinantes del repunte de los precios de los metales entre junio y septiembre de 2017

(tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Delle Chiaie, Ferrara y Giannone (2017) (actualizado).

Notas: La descomposición histórica correspondiente al mineral de hierro debe interpretarse con cautela debido a las dudas acerca de la calidad de la serie. Los precios del mineral de hierro comienzan a partir de 1995, y hasta 2010 la mayoría cotizaba utilizando un mecanismo de negociación anual de precios de referencia.

**Pese a las recientes subidas de los precios de los metales, la mayoría de las previsiones señalan que los precios del cobre, del aluminio y del mineral de hierro se estabilizarán o disminuirán.** Si bien los mercados de futuros sugieren una estabilización de los precios de los metales, las previsiones de Consensus Economics apuntan a una caída de alrededor del 7 % para mediados de 2019, dado que el incremento de la demanda se verá previsiblemente contrarrestado por el aumento de la oferta. Las proyecciones del Banco Mundial indican que el retroceso de los precios de los metales será algo más acusado y, en el caso del mineral de hierro, se espera que el descenso se sitúe en el entorno del 30 % a finales de 2019. También se prevé una caída de alrededor del 11 % en los precios del cobre y del aluminio. China probablemente desempeñará un papel importante en la evolución de los precios de los metales, afectados en gran medida por las políticas medioambiental y de seguridad de China y por el crecimiento de la demanda de metales, que tendrá un efecto mayor sobre el mineral de hierro que sobre el cobre y el aluminio. Los riesgos al alza para estas previsiones incluyen interrupciones inesperadas en la producción, mientras que los riesgos a la baja están relacionados con un crecimiento inferior a lo previsto de la demanda en China y con menores restricciones a la producción en sus industrias pesadas.

**La evolución de los precios de los metales influye en la evaluación de las perspectivas de inflación de la zona del euro y los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.** Las fluctuaciones de los precios de los metales afectan a la inflación principalmente a través de su impacto en la cadena de producción y de distribución, dado que los metales representan una proporción bastante reducida del consumo. Además, como afectan primordialmente a la industria y apenas influyen en los servicios, su impacto es más relevante en los países con un sector industrial significativo que en las economías orientadas a los servicios. En comparación con el

impacto del petróleo, el efecto de los precios de los metales sobre la inflación es limitado, puesto que no le afectan directamente a través de los precios de la energía medidos por el IAPC. Según algunas estimaciones, una caída del 10 % en los precios de las materias primas industriales se traduce en un descenso del 0,15 % en el IAPC de la zona del euro, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, en un horizonte temporal de tres años<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Para un análisis del impacto de los precios de las materias primas, véase B. Landau y F. Skudelny, «Pass-through of external shocks along the pricing chain – a panel estimation approach for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1104, BCE, noviembre de 2009.

## 2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 26 de julio y el 31 de octubre de 2017

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de reservas de 2017, comprendidos entre el 26 de julio y el 12 de septiembre y entre el 13 de septiembre y el 31 de octubre, respectivamente.** Durante este período, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente.

Paralelamente, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), estando previsto realizar compras mensuales por importe de 60 mm de euros, en promedio. Este ritmo de compras se mantendrá hasta diciembre de 2017, y posteriormente se reducirá hasta los 30 mm de euros al mes, en promedio, hasta septiembre de 2018, o hasta una fecha posterior si fuese necesario.

### Necesidades de liquidez

**En el período analizado, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.212,5 mm de euros, lo que representa un incremento de 43,7 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el tercero y el cuarto períodos de mantenimiento de 2017).** Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles al aumento de 43,9 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra récord de 1.090,2 mm de euros durante el período considerado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se redujeron ligeramente, en 0,2 mm de euros, hasta situarse en 122,2 mm de euros.

**El incremento de los factores autónomos netos agregados, que implica una absorción de liquidez, fue resultado, principalmente, de una disminución de los factores de inyección de liquidez.** Los activos exteriores netos fueron los que más contribuyeron, con una caída de 33 mm de euros, hasta un importe de 637 mm de euros, en promedio, en el período analizado. Los activos netos denominados en euros también se redujeron, hasta situarse, en promedio, en 306,1 mm de euros, 26,3 mm de euros por debajo del importe del período de referencia anterior.

**Los factores autónomos de absorción de liquidez también disminuyeron durante el período analizado, compensando, en cierta medida, la evolución de los factores autónomos de inyección de liquidez.** Los otros factores autónomos fueron los que más contribuyeron, con un descenso de 30,1 mm de euros, hasta un importe de 690,3 mm de euros. El incremento de los billetes en circulación y de los depósitos de las Administraciones Públicas, de 11,5 mm de euros y 3,4 mm de

euros, respectivamente, tuvo un efecto compensatorio en el nivel de los factores autónomos de absorción de liquidez.

**La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada y prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior.** La volatilidad reflejó principalmente las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los activos netos denominados en euros.

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

	26 de julio de 2017 a 31 de octubre de 2017		3 de mayo de 2017 a 25 de julio de 2017		Sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento	
<b>Pasivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)</b>								
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>2.033,1</b>	<b>(-15,3)</b>	<b>2.048,3</b>	<b>2.046,7</b>	<b>(+27,2)</b>	<b>2.019,5</b>	<b>(-52,2)</b>	
Billetes en circulación	1.142,7	(+11,5)	1.131,2	1.142,8	(+0,3)	1.142,5	(+6,2)	
Depósitos de las AAPP	200,1	(+3,4)	196,7	218,3	(+36,4)	181,8	(-47,9)	
Otros factores autónomos	690,3	(-30,1)	720,5	685,6	(-9,5)	695,1	(-10,4)	
<b>Cuentas corrientes</b>	<b>1.248,0</b>	<b>(+74,0)</b>	<b>1.174,0</b>	<b>1.253,3</b>	<b>(+10,5)</b>	<b>1.242,7</b>	<b>(+73,5)</b>	
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>752,0</b>	<b>(+35,0)</b>	<b>717,0</b>	<b>770,4</b>	<b>(+36,7)</b>	<b>733,6</b>	<b>(+15,7)</b>	
Exigencias de reservas mínimas	122,2	(-0,2)	122,5	122,3	(+0,1)	122,2	(-0,4)	
Facilidad de depósito	629,8	(+35,2)	594,5	648,1	(+36,6)	611,4	(+16,1)	
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
<b>Activo – Oferta de liquidez (medias; mm de euros)</b>								
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>943,2</b>	<b>(-59,2)</b>	<b>1.002,4</b>	<b>937,0</b>	<b>(-12,3)</b>	<b>949,3</b>	<b>(-34,0)</b>	
Activos exteriores netos	637,0	(-33,0)	670,0	635,0	(-4,0)	639,0	(-17,8)	
Activos netos denominados en euros	306,1	(-26,3)	332,4	302,0	(-8,3)	310,3	(-16,2)	
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>2.966,8</b>	<b>(+152,3)</b>	<b>2.814,4</b>	<b>3.010,2</b>	<b>(+85,9)</b>	<b>2.924,3</b>	<b>(+71,4)</b>	
Operaciones de mercado abierto	2.966,5	(+152,3)	2.814,2	3.010,0	(+86,0)	2.924,0	(+71,4)	
Operaciones de subasta	772,7	(-6,0)	778,7	771,6	(-2,2)	773,8	(-2,7)	
OPF	6,1	(-5,4)	11,5	6,7	(+1,2)	5,5	(-3,9)	
OPFML a tres meses	8,4	(+2,3)	6,1	8,3	(-0,2)	8,5	(+1,8)	
Operaciones TLTRO-I	18,6	(-2,6)	21,1	17,2	(-2,7)	19,9	(-0,6)	
Operaciones TLTRO-II	739,6	(-0,3)	739,9	739,4	(-0,5)	739,8	(-0,1)	
<b>Carteras en firme</b>	<b>2.193,8</b>	<b>(+158,3)</b>	<b>2.035,5</b>	<b>2.238,4</b>	<b>(+88,2)</b>	<b>2.150,2</b>	<b>(+74,1)</b>	
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	7,2	(-0,8)	8,0	6,9	(-0,5)	7,4	(-0,3)	
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,9	(-0,7)	5,5	4,8	(-0,1)	4,9	(-0,4)	
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	229,7	(+8,4)	221,3	232,7	(+5,8)	226,9	(+3,6)	
Programa para los mercados de valores	91,2	(-7,2)	98,3	90,5	(-1,2)	91,8	(-6,5)	
Programa de compras de bonos de titulación de activos	24,6	(+0,6)	24,0	24,6	(-0,1)	24,6	(+0,4)	
Programa de compras de valores públicos	1.725,5	(+139,9)	1.585,6	1.762,6	(+73,4)	1.689,2	(+69,5)	
Programa de compras de bonos corporativos	110,8	(+18,0)	92,8	116,2	(+10,8)	105,4	(+7,7)	
Facilidad marginal de crédito	0,3	(+0,0)	0,2	0,2	(-0,1)	0,3	(+0,0)	
<b>Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)</b>								
Necesidades de liquidez agregadas	1.212,5	(+43,7)	1.168,7	1.232,3	(+39,7)	1.192,6	(-18,7)	
Factores autónomos <sup>1</sup>	1.090,2	(+43,9)	1.046,3	1.110,0	(+39,6)	1.070,4	(-18,2)	
Exceso de liquidez	1.755,3	(+109,5)	1.645,8	1.778,8	(+47,1)	1.731,7	(+90,1)	
<b>Evolución de los tipos de interés (medias, porcentajes)</b>								
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eonia	-0,357	(+0,001)	-0,358	-0,359	(-0,003)	-0,356	(+0,003)	

Fuente: BCE.

Notas: Dado que todas las cifras del cuadro A 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).

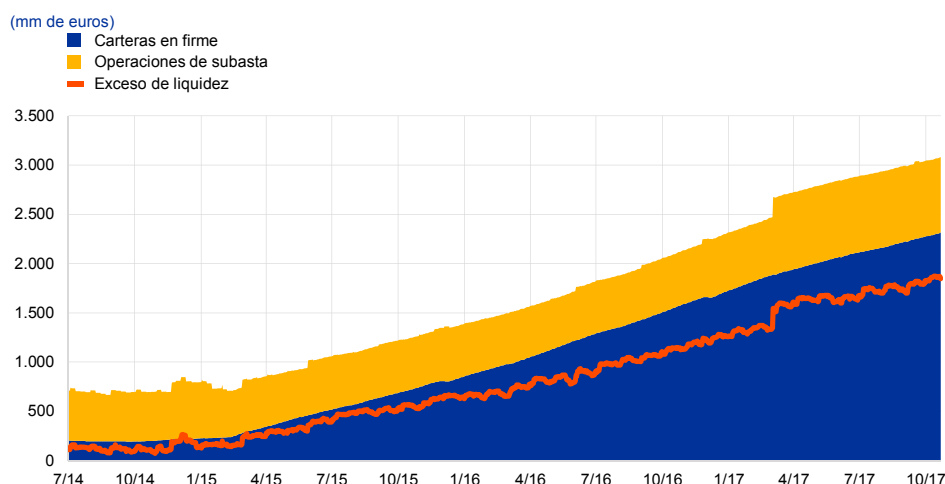
1) El valor total de los factores autónomos incluye también «partidas en curso de liquidación».

## 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 compras efectuadas en el marco del APP— se incrementó en 152,3 mm de euros, hasta situarse en 2.966,5 mm de euros (véase gráfico A). Este aumento fue atribuible en su totalidad al APP, mientras que la demanda descendió ligeramente en las operaciones de subasta.**

### Gráfico A

Evolución de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

**El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta disminuyó ligeramente (en 6 mm de euros) durante el período considerado, situándose en 772,7 mm de euros.** Este descenso se debió principalmente a la caída de la liquidez media inyectada a través de las OPF, que se redujo en 5,4 mm de euros. El saldo vivo medio de las TLTRO también disminuyó ligeramente, en 2,8 mm de euros, como resultado de los reembolsos anticipados voluntarios de la financiación obtenida en esas operaciones. En cambio, el volumen medio de liquidez proporcionado mediante las OFPML a tres meses se incrementó en 2,3 mm de euros.

**La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 158,3 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.193,8 mm de euros, debido a las compras efectuadas en el marco del APP.** La liquidez media proporcionada mediante el programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés), el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, el programa de compras de bonos de titulización de activos y el programa de compras de bonos corporativos se incrementó, en promedio, en 139,9 mm de euros, 8,4 mm de euros, 0,6 mm de euros y 18 mm de euros, respectivamente. La reducción de la liquidez resultante de las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores se cifró en 8,6 mm de euros en total.



## Exceso de liquidez

**Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez en el período analizado aumentó en 109,5 mm de euros con respecto al período de referencia anterior y se situó en 1.755,3 mm de euros (véase gráfico A).** Como ya se ha señalado, este incremento refleja en gran medida la liquidez proporcionada mediante el APP con un objetivo de compras de 60 mm de euros al mes, que se vio compensada en cierto modo por las mayores necesidades de liquidez derivadas de los factores autónomos. Un análisis más detallado del período considerado muestra que el exceso de liquidez aumentó en 90,1 mm de euros en el quinto período de mantenimiento, debido a las compras efectuadas en el marco del APP y a la disminución de los factores autónomos de absorción de liquidez, principalmente como resultado del descenso de los depósitos de las Administraciones Públicas. En el sexto período de mantenimiento el exceso de liquidez registró un incremento más limitado, de 47,1 mm de euros, ya que la liquidez inyectada a través del APP se compensó hasta cierto punto con las mayores necesidades de liquidez agregadas del sector bancario por el crecimiento de los depósitos de las Administraciones Públicas.

El aumento del exceso de liquidez obedeció a un incremento de 74 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, que se situaron en 1.248 mm de euros en el período analizado, al tiempo que el recurso medio a la facilidad de depósito registró un ascenso adicional de 35,2 mm de euros y se situó en 629,8 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, cayendo incluso por debajo de ese nivel para determinadas cestas de activos de garantía en el segmento de operaciones con garantía.** 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 -0,357 %, frente a un nivel medio del -0,358 % en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó dentro de una banda estrecha, con un máximo del -0,345 % el último día de agosto de 2017 y un mínimo del -0,366 % a mediados de septiembre.

En el mercado de operaciones con garantías, los tipos repo medios a un día del mercado GC Pooling descendieron ligeramente para las cestas estándar y ampliada de activos de garantía en relación con el período anterior. El tipo repo medio a un día se situó en el -0,437 % en el primer caso y en el -0,402 % en el segundo.

El descenso registrado al final del tercer trimestre de 2017 en los tipos repo principales, similar al observado en junio de 2017, fue relativamente moderado en comparación con el observado tanto a finales de 2016 como a finales del primer trimestre de 2017, lo que sugiere que los participantes en los mercados han

adoptado prácticas más eficientes en la gestión de activos de garantía. Asimismo, esta evolución también indica los efectos positivos del uso de efectivo como garantía en las operaciones de préstamo de valores efectuadas en el marco del PSPP.

### 3 ¿Qué nos sugiere la reciente fortaleza de los indicadores de opinión sobre la intensidad y la magnitud del crecimiento del PIB real?

**Las encuestas de opinión recientes apuntan a un sólido avance del PIB real, lo que plantea la cuestión de si es previsible que este intenso crecimiento continúe.** Por ejemplo, los indicadores cualitativos de las dos encuestas más importantes para la zona del euro —las encuestas de opinión de la Comisión Europea y la encuesta PMI (el PMI es el Índice de Directores de Compras) de IHS Markit— han mostrado una fortaleza notable últimamente, lo que parece indicar que la economía de la zona del euro está registrando un firme crecimiento. Las dos encuestas son objeto de un estrecho seguimiento por parte de los analistas y de los responsables de las políticas económicas porque se consideran un indicador oportuno y con frecuencia único de la evolución económica: los resultados de las encuestas se publican mensualmente (a partir de la tercera semana del mes de referencia), mientras que la estimación preliminar de avance del PIB se publica 30 días después del final del trimestre de referencia. Este recuadro se centra en una serie de datos clave de cada una de estas encuestas: el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) y el PMI compuesto de producción, ya que estos dos indicadores suelen estar más estrechamente correlacionados con la evolución del PIB real.

**Tanto el ESI como el PMI compuesto de producción son útiles para valorar las variaciones del PIB real, pero presentan diferencias metodológicas.** Las encuestas de la Comisión Europea tienen una cobertura amplia en términos de países (participan todos los países de la zona del euro excepto Irlanda), sectores, preguntas y tamaño de las muestras (75.000 empresas del sector privado y 26.000 consumidores), lo que permite obtener una visión detallada de la evolución económica. Como parte de estas encuestas, el ESI incluye indicadores de confianza de cinco sectores con una media de dos a cuatro preguntas para cada sector. Algunas de las preguntas están relacionadas con pedidos, con las expectativas de producción/demanda o con el empleo y, por su naturaleza, tienen un carácter prospectivo. Las ponderaciones utilizadas para elaborar el ESI se fijan como se indica a continuación: industria, 40 %, servicios, 30 %, consumidores (hogares), 20 %, y comercio minorista y construcción, 5% cada uno<sup>9</sup>. Sin embargo, los servicios financieros no están incluidos en el ESI, lo que es un inconveniente porque el sector financiero afecta al PIB real y la evolución de este sector puede ser muy distinta de la del resto de la economía, como se observó durante la crisis financiera.

El PMI compuesto de producción se elabora a partir de una pregunta sobre la variación intermensual de la producción con tres respuestas posibles: «ha aumentado», «no ha variado» o «ha disminuido». Se aplica una ponderación del 65 % a las actividades de servicios (abarca 2.000 empresas del sector privado de

<sup>9</sup> Véanse S. Gelper y C. Croux, «On the Construction of the European Economic Sentiment Indicator», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72(1), febrero de 2010, pp. 47-62; V. Pošta y Z. Píkhart, «The Use of the Sentiment Economic Indicator for GDP Short-term Forecasting: Evidence from EU Economies», *Statistika*, 49(1), 2012, pp. 41-55, y P. Sorić, I. Lolić y M. Čižmešija, «European economic sentiment indicator: an empirical reappraisal», *Quality & Quantity – International Journal of Methodology*, 50(5), septiembre de 2016, pp. 2025-2054.

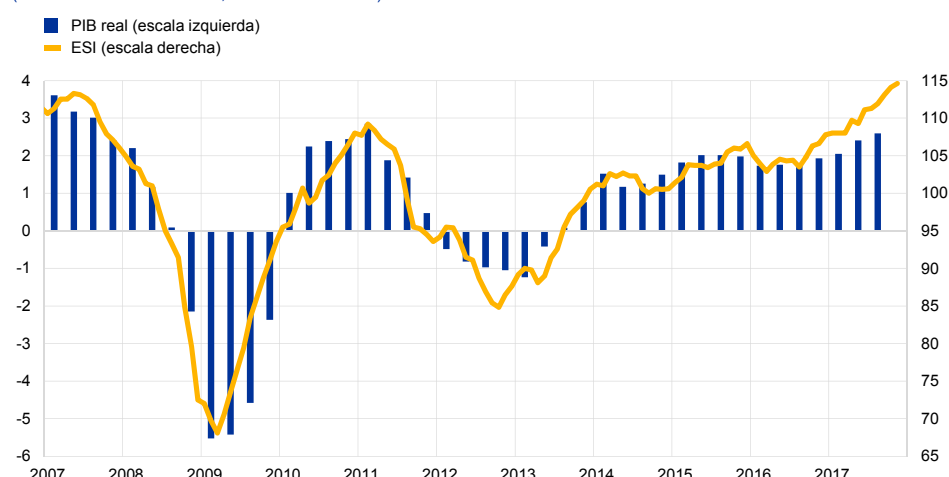
los cuatro países más grandes de la zona del euro y de Irlanda), y el 35 % restante a la producción manufacturera (engloba 3.000 empresas a nivel de país, incluidos los Países Bajos, Austria y Grecia). Por lo tanto, faltan sectores importantes, como los servicios públicos y el sector no manufacturero (principalmente la construcción).

**El ESI y el PMI compuesto de producción sugieren que la economía de la zona del euro continuó creciendo con fuerza en el cuarto trimestre de 2017.** Como se muestra en el gráfico A, el ESI se elabora para realizar un seguimiento de las variaciones contemporáneas del crecimiento interanual del PIB real<sup>10</sup>. La estrecha correlación existente entre el ESI y el crecimiento interanual del PIB real indica que la vigorosa expansión económica continuó en el cuarto trimestre. Parte de la discrepancia observada últimamente entre el ESI y el crecimiento interanual se explica por el hecho de que el reciente repunte del ESI está relacionado en gran parte con los componentes prospectivos en los que se basa. Por lo tanto, la mejora reciente de este indicador también puede señalar que la evolución será sólida más allá del último trimestre.

### Gráfico A

#### PIB real de la zona del euro e indicador de sentimiento económico

(tasas de variación interanual; indicador de difusión)



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

El PMI compuesto de producción está diseñado para realizar un seguimiento de las variaciones intertrimestrales del crecimiento del PIB real. En el gráfico B se muestra una regla sencilla de seguimiento del PIB basado en el PMI: la variación intertrimestral del PIB real equivale al 10 % de la media trimestral del PMI compuesto de producción de la que se sustrae 50. En ocasiones, el vínculo entre las

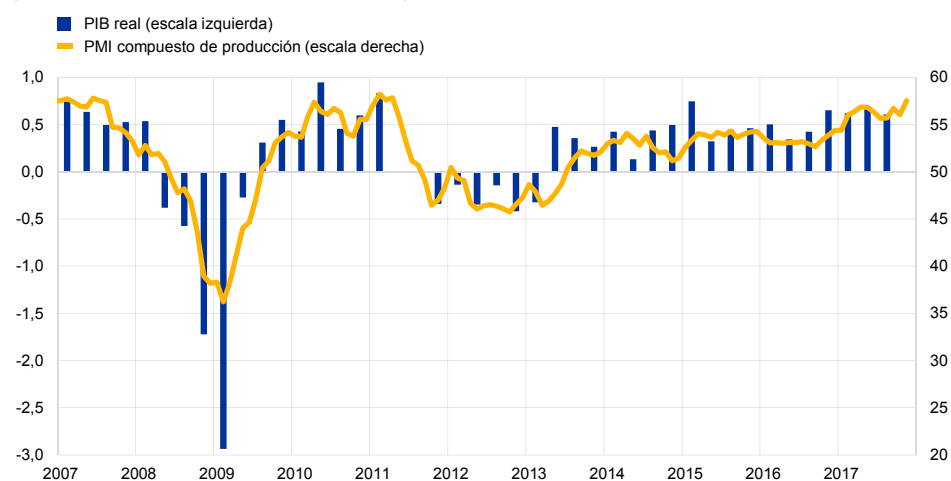
<sup>10</sup> Para conocer evidencia empírica, incluyendo una comparación de las dos encuestas y considerando las variaciones interanuales e intertrimestrales del PIB real, véase el artículo especial titulado «ESI and other BCS indicators vs PMI – properties and empirical performance» en «European Business Cycle Indicators: 2nd Quarter 2017», *European Economy Technical Paper*, n.º 17, Comisión Europea, julio de 2017, pp. 18-26. Para conocer más detalles sobre un método de seguimiento del PIB basado en el PMI, incluida una comparación con las primeras estimaciones de avance del PIB, véase G. J. de Bondt, «Nowcasting: Trust the Purchasing Managers' Index or wait for the flash GDP estimate?», *EcoMod2012 Conference Paper*, julio de 2012. Los resultados actualizados del PMI, incluyendo una serie de pruebas de estabilidad, indican que no hay signos de un cambio significativo del vínculo entre el PMI y el PIB.

variaciones intertrimestrales del PIB real y el PMI compuesto de producción ha tendido a debilitarse, en particular durante los primeros años de la crisis financiera (2008-2009). No obstante, desde 2003 (año en que comenzó a publicarse una estimación de avance del PIB para la zona del euro) esta regla sencilla de seguimiento ha sido más precisa en la predicción de los datos definitivos del PIB publicados para cada año natural que la primera serie de datos del PIB durante aproximadamente la mitad del período cubierto. Esta regla indica que, en el cuarto trimestre de 2017, el avance del PIB real fue básicamente acorde con la estimación de crecimiento intertrimestral de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017<sup>11</sup>.

### Gráfico B

#### PIB real y PMI compuesto de producción de la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral; indicador de difusión)



Fuentes: Eurostat e IHS Markit.

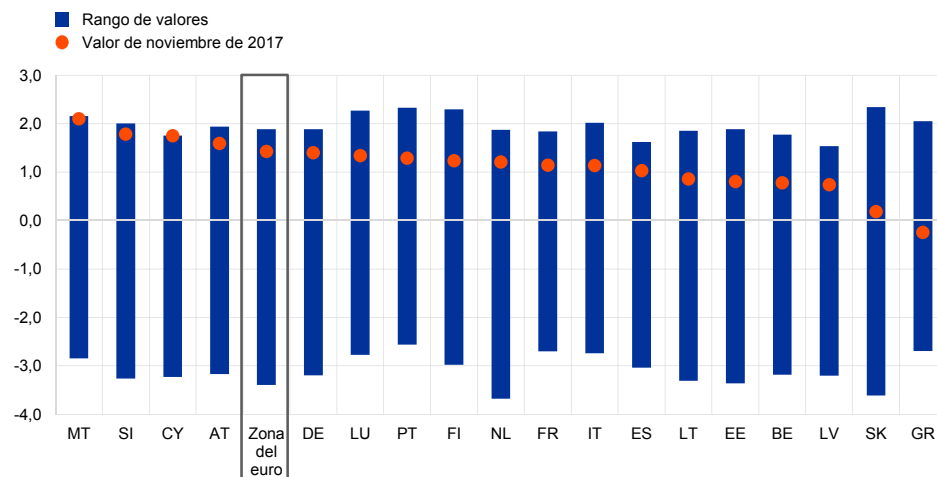
**El ESI sugiere que, a corto plazo, el PIB real continuará aumentando de forma ininterrumpida en la zona del euro, tendencia que se observará en la mayoría de los países de la zona.** Habida cuenta de su cobertura, el ESI es más adecuado para examinar con más detalle dimensiones nacionales y sectoriales. Los resultados más recientes del ESI, correspondientes a noviembre de 2017 (puntos rojos del gráfico C), muestran que el indicador se sitúa por encima de su media de largo plazo (representada por la línea cero) para todos los países de la zona del euro excepto Grecia. Además, en todos los países, salvo en los tres países bálticos, Bélgica, Eslovaquia y Grecia, el ESI actualmente presenta más de una desviación típica por encima de su nivel medio. El ESI alcanzó un máximo histórico en Malta y Chipre en noviembre (como indica la posición de los puntos rojos en la parte superior de las barras azules).

<sup>11</sup> Véanse las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017 publicadas en el sitio web del BCE.

## Gráfico C

### Indicador de Sentimiento Económico

(valores estandarizados)



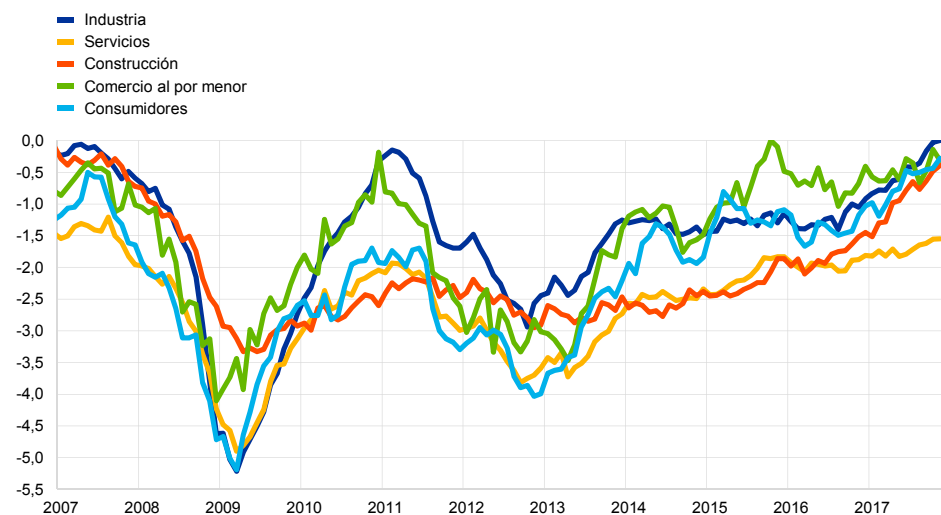
Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las barras azules muestran los niveles máximos y mínimos desde el comienzo de las respectivas series nacionales; los puntos rojos representan los resultados más recientes, y la línea cero señala la media.

**A nivel de sectores, el panorama también es positivo, en general, observándose niveles de confianza elevados en la mayoría de ellos en todos los países de la zona del euro.** A escala sectorial, en noviembre de 2017, los indicadores de confianza utilizados para elaborar el ESI se situaban en niveles récord en el caso de las manufacturas y próximos a máximos históricos en el de los hogares (consumidores), el comercio al por menor y la construcción (véase gráfico D). Este último sector, en particular, mostró un notable repunte cíclico. En cambio, los resultados más recientes para los servicios fueron comparativamente débiles, aunque todavía se mantenían por encima de su media de largo plazo y del máximo anterior registrado en 2011. Estas diferencias sectoriales son importantes desde el punto de vista económico. Por ejemplo, la agregación de los indicadores de confianza de los servicios y de la industria de la Comisión Europea —utilizando las ponderaciones sectoriales del PMI compuesto de producción (65 % para los servicios y 35 % para la industria)— daría como resultado una estimación considerablemente más baja del crecimiento interanual del PIB real en el cuarto trimestre de este año que el obtenido en el ESI (ilustrado en el gráfico A). En general, los índices de confianza de los distintos sectores sugieren que actualmente todos los sectores están contribuyendo al crecimiento, aunque en distinta medida.

## Gráfico D Confianza de los sectores

(valores estandarizados de las desviaciones con respecto al nivel máximo)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Los cálculos para obtener los datos de confianza comenzaron a realizarse en enero de 1985 para todos los sectores excepto los servicios (que comenzaron en abril de 1995).

## ¿Qué podemos aprender de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE sobre las percepciones de la dinámica del mercado de trabajo en la zona del euro?

En los diez últimos años, los mercados de trabajo de la zona del euro han estado sometidos a diversas perturbaciones que se han traducido en importantes fluctuaciones de la tasa de desempleo y del crecimiento de los salarios. En respuesta a esta dinámica, los expertos en previsión económica han ajustado en repetidas ocasiones, tanto al alza como a la baja, sus expectativas relativas a la tasa de desempleo y al crecimiento interanual de la remuneración por asalariado (en adelante, «crecimiento salarial»). En este recuadro se analizan las revisiones de las expectativas reflejadas en la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE y se comparan dichas expectativas con los datos reales.

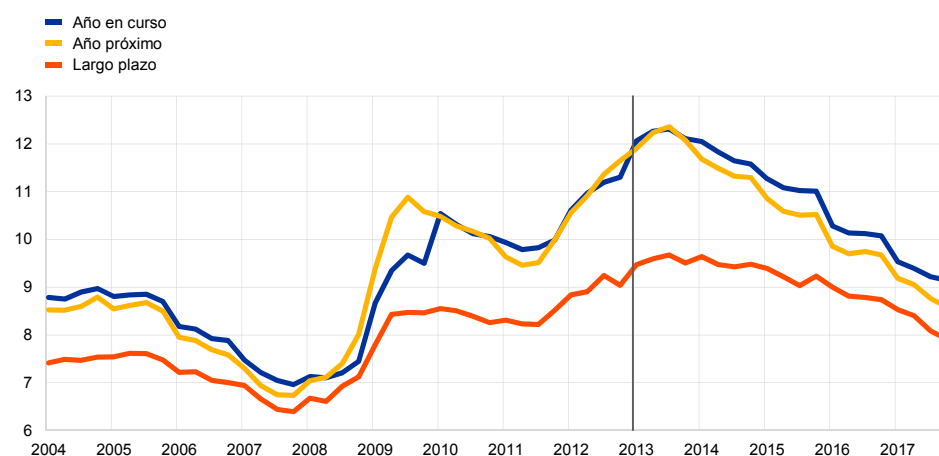
**Entre 2008 y 2013 los efectos económicos adversos asociados a las crisis financiera y de deuda soberana indujeron a los participantes en la EPE a ajustar gradualmente al alza sus expectativas relativas a la tasa de desempleo y a la baja sus expectativas de crecimiento salarial (véanse gráficos A y B).**

Esto es coherente con la idea tradicional de que el paro es el factor determinante del grado de holgura del mercado de trabajo y, a su vez, de las dinámicas de cantidades y precios de dicho mercado: cuantos más parados haya compitiendo por los puestos de trabajo, menores son los salarios que las empresas necesitan ofrecer para contratar o retener a sus trabajadores. Esta correlación también se manifestó en sentido contrario durante el período de recuperación temporal de 2010-2011, cuando las expectativas de crecimiento salarial a más corto plazo se revisaron al alza, al tiempo que se preveía una disminución del grado de holgura del mercado de trabajo (como indicaba la brecha cada vez más estrecha entre las expectativas de desempleo a corto y a largo plazo). No obstante, en 2013 surgió un panorama distinto, en el que las expectativas relativas tanto a la tasa de paro como al crecimiento salarial se revisaron sucesivamente a la baja.

### Gráfico A

#### Expectativas relativas a la tasa de desempleo

(porcentajes)



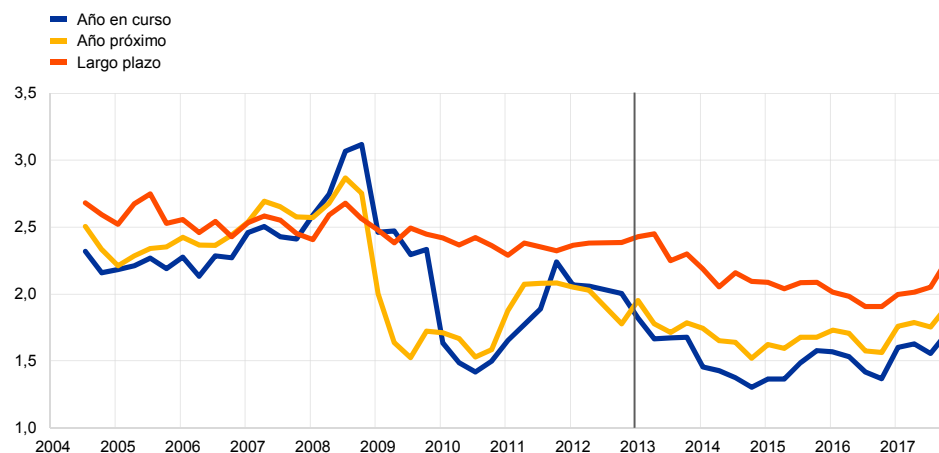
Fuentes: EPE y cálculos del BCE.



## Gráfico B

### Expectativas de crecimiento salarial

(tasas de variación interanual)



Fuentes: EPE y cálculos del BCE.

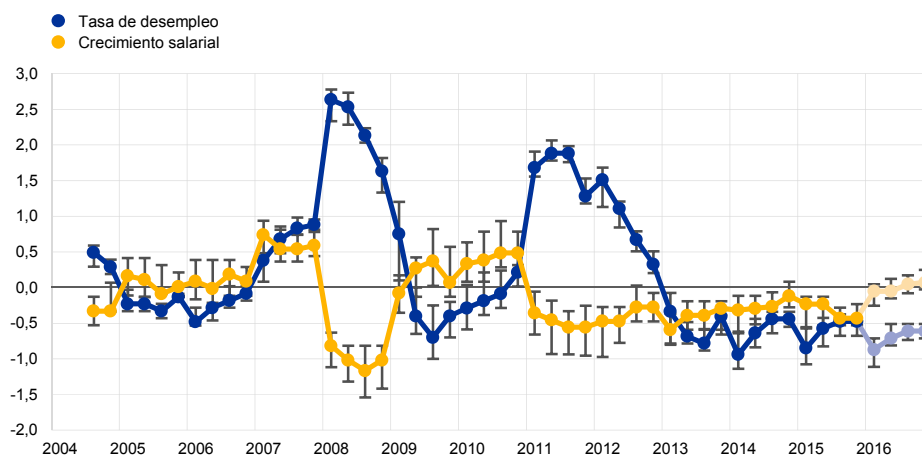
**Hasta 2013, los errores de predicción de la EPE tendían a reflejar los relativos al desempleo: los episodios de crecimiento salarial más débil de lo esperado coincidieron con una tasa de paro más elevada de lo previsto, y viceversa (véase gráfico C)<sup>12</sup>.** Sin embargo, después de 2013, no solo cambió el patrón de revisiones de las previsiones de paro y de crecimiento salarial, sino que también se modificó el patrón de errores de predicción. Tanto el crecimiento de los salarios como la tasa de desempleo se sobrevaloraron en la EPE en el período 2013-2015, algo inusual en la historia previa de la encuesta. Además, este patrón se observó no solo en las predicciones medias de la EPE, sino también en las de la gran mayoría de expertos en previsión a nivel individual. Los segmentos verticales del gráfico C ilustran la dispersión de errores de predicción individuales (calculados como el rango intercuartílico). En el período 2013-2015 estos segmentos se sitúan principalmente por debajo de cero, lo que indica que la gran mayoría de los encuestados sobrevaloró tanto el crecimiento salarial como el desempleo.

<sup>12</sup> La EPE recopila las tasas de crecimiento interanual esperadas (para horizontes fijos de años naturales) relativas a la remuneración por asalariado (es decir, crecimiento salarial) desde 2004.

### Gráfico C

#### Errores de predicción a corto plazo en la EPE en relación con la tasa de desempleo y el crecimiento salarial

(puntos porcentuales)



Fuentes: EPE y cálculos del BCE.

Notas: El horizonte de proyección es el siguiente año natural; la fecha indicada se refiere a la fecha de la encuesta. El gráfico muestra la mediana y el rango intercuartílico de los microdatos de las previsiones de la EPE. Los errores de predicción se definen como el resultado observado, según los datos más recientes, menos la expectativa. Los últimos datos de remuneración por asalariado se refieren al tercer trimestre de 2017. Las últimas expectativas de la EPE para el siguiente año natural que pueden evaluarse definitivamente son las correspondientes a 2016, procedentes de las encuestas realizadas en 2015. Sin embargo, este gráfico también presenta una evaluación indicativa de las expectativas procedentes de las encuestas de 2016 para 2017, asumiendo que los datos del último trimestre están en consonancia con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema correspondientes a diciembre. El patrón de los errores de predicción a dos años del desempleo y del crecimiento salarial (recopilados solo en las encuestas del tercer y cuarto trimestre hasta 2013) es similar.

#### Este patrón históricamente atípico de errores de predicción desde 2013 puede sugerir un cambio estructural en la dinámica del mercado de trabajo de la zona del euro.

En concreto, el patrón sugiere que, aun cuando el grado de holgura del mercado de trabajo (medido por el desempleo) resultó ser inferior a lo esperado, otros factores contuvieron el crecimiento salarial, como una mayor flexibilidad de los salarios, como consecuencia de la profundidad de la crisis y de las posteriores reformas estructurales acometidas en los mercados de trabajo, un mayor incremento de los trabajos de baja productividad y los efectos derivados del entorno de reducida inflación<sup>13</sup>. Este patrón puede indicar también que, dada la coyuntura actual, la tasa de desempleo infravalora el grado total de holgura del mercado de trabajo. Por ejemplo, la existencia de una proporción elevada de empleados a tiempo parcial que desean trabajar más horas o de trabajadores con una vinculación débil con el mercado laboral puede haber provocado que el empleo crezca sin generar un aumento significativo de los salarios. Esto es coherente con los resultados de la encuesta correspondiente al segundo trimestre de 2017: cuando se preguntó a los encuestados sobre los riesgos percibidos para el avance de los salarios, pusieron de relieve la incertidumbre en torno a la respuesta de los salarios a la holgura del mercado y el riesgo de que el crecimiento salarial pudiera resultar ser más bajo de lo esperado si los trabajadores con una vinculación débil volvieron al mercado laboral a medida que avanzara la recuperación económica.

<sup>13</sup> Véase el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

**Sin embargo, es posible que la influencia de los factores que han determinado la evolución atípica reciente de los mercados de trabajo ya esté disminuyendo.**

Las expectativas de crecimiento salarial han repuntado en 2017 en todos los horizontes de previsión. En particular, la última EPE (correspondiente al cuarto trimestre de 2017) muestra que las expectativas de crecimiento de los salarios a largo plazo han recuperado hasta la fecha más de la mitad del descenso experimentado en el período 2013-2016 (véase gráfico B). Este resultado puede indicar, a su vez, que la percepción actual es que los factores que han estado conteniendo el crecimiento salarial se están debilitando.

## 5 Análisis de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2018

**El 22 de noviembre de 2017, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios de los Gobiernos de la zona del euro para 2018, junto con un análisis de la situación presupuestaria de la zona en su conjunto.** Cada dictamen incluye una evaluación del cumplimiento del plan respectivo con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). También se realiza un seguimiento de las orientaciones que figuran en las recomendaciones de política fiscal específicas por país formuladas en el contexto del Semestre Europeo 2017, y adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros el 11 de julio de 2017<sup>14</sup>.

**En general, los proyectos de planes presupuestarios prevén una contribución básicamente neutral de las políticas fiscales a la economía de la zona del euro, aunque con considerables divergencias entre países.** Algunos países miembros han alcanzado sus objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP) y varios de ellos están utilizando el margen de maniobra disponible con arreglo a las reglas fiscales de la UE. En cambio, los esfuerzos de ajuste estructural de un número considerable de países de la zona del euro no están siendo suficientes para cumplir los compromisos adquiridos en el PEC, pese a que la zona está experimentando una expansión económica sólida y generalizada. En su declaración del 4 de diciembre de 2017 sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2018, el Eurogrupo llegó a la conclusión de que «una orientación básicamente neutral de la política fiscal parece seguir siendo apropiada a nivel agregado de la zona del euro en 2018»<sup>15</sup>. Esta conclusión también es acorde con la opinión de que cuando la brecha de producción es reducida no es necesario ajustar la contribución de las políticas fiscales a la macroeconomía<sup>16</sup>. El Eurogrupo señaló asimismo que «al mismo tiempo, la mejora de las condiciones económicas hacen necesario restaurar los colchones fiscales, al tiempo que continúan reforzando el potencial de crecimiento de las economías».

**Sobre la base de sus previsiones económicas de otoño de 2017, la Comisión considera que solo seis de los 18 proyectos de planes presupuestarios cumplen plenamente el PEC**<sup>17</sup>. Se trata de los planes de Alemania, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Países Bajos y Finlandia (todos sometidos al componente preventivo del PEC), uno más que el número de países cuyos planes se consideraron que lo cumplían plenamente el año pasado. La Comisión estima que

<sup>14</sup> Para conocer los antecedentes y más detalles, véase el recuadro titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2017», *Boletín Económico*, número 4, BCE, junio de 2017.

<sup>15</sup> Véase la [declaración del Eurogrupo sobre los Proyectos de Planes Presupuestarios para 2018](#).

<sup>16</sup> El concepto de orientación conjunta de la política fiscal para la zona del euro es importante en el contexto de la Unión Económica y Monetaria, en la que la política monetaria única se complementa con políticas fiscales que se aplican a nivel nacional. No obstante, no es un concepto legalmente vinculante. Para un análisis de las dificultades que rodean a la evaluación de la orientación de la política fiscal, véase el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, junio de 2016.

<sup>17</sup> Grecia no está incluida en la evaluación.

los proyectos de planes presupuestarios de otros seis países solo «cumplen en líneas generales» las exigencias del PEC<sup>18</sup>, en concreto los de Estonia, Irlanda, Chipre, Malta y Eslovaquia, sujetos al componente preventivo, así como el de España, sometido al componente corrector. Aunque se prevé que el déficit global de España, que presentó un proyecto que no contemplaba modificaciones de las políticas, se reduzca hasta situarse por debajo del valor de referencia del déficit (el 3 % del PIB) antes de que finalice el plazo fijado en el procedimiento de déficit excesivo (PDE), el año 2018, este descenso está asociado a la acumulación de esfuerzos insuficientes de ajuste estructural en relación con los compromisos adquiridos en el contexto del PEC<sup>19</sup>. Se considera que los proyectos de planes presupuestarios de los seis países restantes plantean un «riesgo de incumplimiento del PEC»<sup>20</sup>. Esta conclusión se refiere a los planes de Francia —con plazo fijado en el PDE en 2017—, sujeto al componente corrector del PEC, y a los de Bélgica, Italia, Austria, Portugal y Eslovenia (Austria presentó un plan que no contemplaba cambios en las políticas porque el Gobierno no se había constituido), sometidos a la vertiente preventiva.

**Las ratios de deuda están descendiendo con lentitud en los países con altos niveles de deuda pública.** En el grupo de seis países cuyos proyectos de planes presupuestarios plantean riesgos de incumplimiento del PEC, se prevé que Bélgica, Francia, Italia y Portugal registren elevadas ratios de deuda pública, superiores al 90 % del PIB, en 2018 (véase gráfico). Con la excepción de Portugal, no se espera que estos países reduzcan su nivel de deuda para aproximarse al valor de referencia del 60 % del PIB, en consonancia con la regla sobre la deuda recogida en el PEC. En su declaración del 4 de diciembre de 2017, el Eurogrupo observó que «el lento ritmo de reducción de los altos niveles de deuda en varios Estados miembros sigue siendo motivo de preocupación». En el caso de Italia, en la carta enviada por la Comisión el 22 de noviembre de 2017 se indica que se han realizado «progresos insuficientes para cumplir el criterio de deuda» y que «la deuda pública de Italia sigue siendo un importante factor de vulnerabilidad»<sup>21</sup>. Al mismo tiempo, la

<sup>18</sup> En el caso de los países sujetos al componente preventivo del PEC, los proyectos de planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del Pacto si, con arreglo a la previsión de la Comisión, el plan puede dar lugar a una ligera desviación con respecto al OMP o la senda de ajuste hacia su consecución, pero el grado de incumplimiento de la exigencia no representaría una desviación significativa con respecto al ajuste requerido. Las desviaciones de los objetivos fiscales en el contexto del componente preventivo se clasifican como «significativas» si superan el 0,5 % del PIB un año o el 0,25 % del PIB, en promedio, dos años consecutivos. Para los países sujetos al componente corrector del Pacto, la Comisión considera que los proyectos de planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del Pacto si, con arreglo a la previsión de la Comisión, los objetivos de déficit se van a alcanzar pero el esfuerzo fiscal va a ser notablemente insuficiente en comparación con el objetivo recomendado, poniendo en riesgo el cumplimiento de la recomendación formulada en el contexto del PDE.

<sup>19</sup> Según las previsiones económicas de otoño de 2017 de la Comisión Europea, no está previsto realizar ningún ajuste estructural en 2018, mientras que en la recomendación que el Consejo formuló a España en 2016 en el contexto del PDE de conformidad con el artículo 126, apartado 9, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, se especifica un ajuste del 0,5 % del PIB.

<sup>20</sup> Para los países sometidos al componente preventivo del PEC, la Comisión considera que un proyecto de plan presupuestario corre «riesgo de incumplimiento del PEC» si prevé una desviación significativa con respecto al OMP o la senda de ajuste exigida para su consecución en 2018, y/o el incumplimiento del valor de referencia de reducción de la deuda cuando sea aplicable dicho valor de referencia. En el caso de los países sometidos al componente corrector del PEC, la Comisión considera que un proyecto de plan presupuestario corre «riesgo de incumplimiento» del PEC si su previsión para 2018, sujeta a confirmación *ex post*, puede llevar al endurecimiento del PDE porque no se prevé la realización del esfuerzo fiscal recomendado ni la consecución del objetivo de déficit global fijado en la Recomendación.

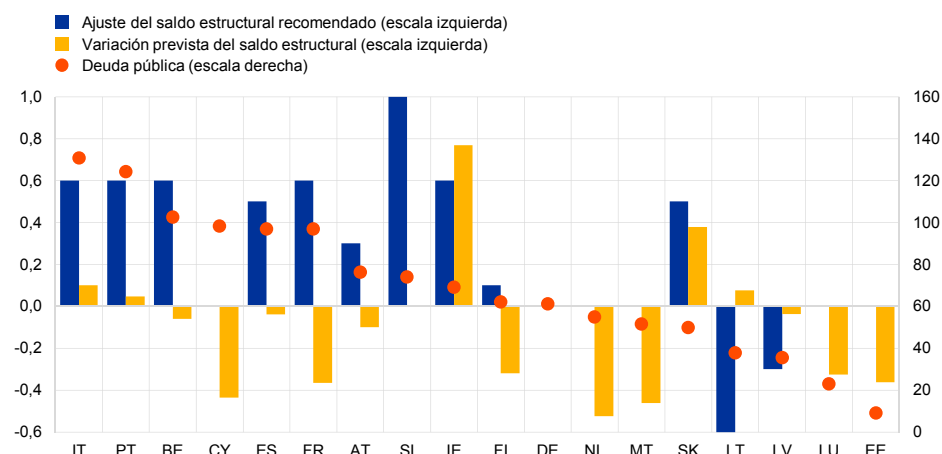
<sup>21</sup> Véase la [Carta a Italia](#).

Comisión todavía no ha publicado el informe que debe elaborar de conformidad con el artículo 126, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) basado en los datos notificados para 2016.

### Gráfico A

#### Ajustes del saldo estructural recomendados y previstos para 2018, y deuda pública en 2018

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: AMECO y recomendaciones de política fiscal específicas por país adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros el 11 de julio de 2017.

Notas: Se recomienda a Alemania, Estonia, Chipre, Lituania, Luxemburgo, Malta y Países Bajos que sigan cumpliendo sus OMP. En el caso de Austria y Finlandia, las exigencias de ajuste estructural son menores que las establecidas en las recomendaciones específicas por país si se corrigen por la flexibilidad otorgada en el marco del PEC (principalmente en las áreas de acogida de refugiados, reformas estructurales, inversiones y pensiones). Para Italia y Eslovenia, las exigencias de ajuste estructural pueden reducirse aplicando el margen de discrecionalidad.

**Haciendo uso del margen de discrecionalidad, la Comisión recomienda a Italia y a Eslovenia una reducción significativa del ajuste estructural exigido para 2018 con arreglo al Pacto de Estabilidad y Crecimiento<sup>22</sup>.** En el caso de los países a los que se exigirá un ajuste estructural del 0,5 % del PIB y superior en 2018, en las recomendaciones de 2017 del Consejo sobre las políticas económicas, de empleo y fiscales de los Estados miembros publicadas el 11 de julio de 2017 se indicaba que las futuras evaluaciones «tendrán debidamente en cuenta el objetivo de conseguir una orientación presupuestaria que contribuya tanto a reforzar la recuperación en curso como a garantizar la sostenibilidad de [...] las finanzas públicas». Partiendo de esta base, la Comisión recomienda una reducción de las exigencias de ajuste estructural del 0,6 % al 0,3 % del PIB a Italia, así como una reducción del 1 % al 0,6 % del PIB de las exigencias aplicables a Eslovenia<sup>23</sup>. En general, la previsibilidad y la transparencia en la aplicación de las reglas fiscales son importantes para que el PEC sea creíble<sup>24</sup>. Pese a las menores exigencias, a tenor de las previsiones de otoño de 2017 de la Comisión, ningún país cumplirá

<sup>22</sup> Para más detalles, véase el recuadro titulado «Aplicación del margen de apreciación en el ejercicio de vigilancia presupuestaria del otoño de 2017» en la comunicación de la Comisión [Proyectos de planes presupuestarios para 2018: evaluación general](#).

<sup>23</sup> El Consejo realizará una evaluación final a más tardar en la primavera de 2019, cuando decida sobre el cumplimiento del PEC en 2018.

<sup>24</sup> En su [informe del personal técnico](#) sobre las consultas del Artículo IV relativas a la zona del euro, el Fondo Monetario Internacional señaló: «... la mayor discrecionalidad de la Comisión Europea en la evaluación del cumplimiento de las normas reduce la credibilidad del PEC», así como que «es necesario adoptar medidas para restablecer la credibilidad del PEC».

plenamente los compromisos asumidos en el contexto del componente preventivo del PEC el año que viene.

**El ejercicio de evaluación de los proyectos de planes presupuestarios parece haber perdido eficacia con el tiempo.** El objetivo de la evaluación de estos proyectos, que se introdujo en respuesta a la crisis, era proporcionar un medio para identificar y evitar posibles alejamientos de unas políticas fiscales saneadas en una fase temprana del proceso presupuestario, es decir, antes de finalizar los presupuestos. En caso de detectarse un riesgo de incumplimiento especialmente grave de las disposiciones del PEC, es decir, si un plan realmente contempla la realización de esfuerzos estructurales claramente insuficientes para cumplir las exigencias, la Comisión puede pedir al país miembro en cuestión que presente un plan presupuestario actualizado, aunque nunca ha formulado una petición en este sentido desde el primer ejercicio de evaluación, en otoño de 2013, indicando que el criterio de «incumplimiento especialmente grave» no se ha cumplido en ningún caso concreto<sup>25</sup>. Sin embargo, la Comisión ha enviado cartas a los países que prevén notables deficiencias en el cumplimiento de las exigencias del PEC instándoles a que tomen medidas adicionales. En las fases iniciales de los ejercicios de evaluación, sobre todo en 2014, algunos países se comprometieron públicamente a tomar medidas<sup>26</sup>. En cambio, en el contexto de la evaluación actual, ninguno de los países que no tienen previsto realizar los esfuerzos fiscales exigidos en 2018 ha respondido adoptando medidas adicionales<sup>27</sup>. Además, en años anteriores, determinados países cuyos proyectos de planes presupuestarios planteaban riesgos de incumplimiento del PEC con arreglo a las previsiones de la Comisión se comprometieron a «aplicar las medidas necesarias para asegurar que los [...] presupuestos cumplirán las disposiciones del PEC», basándose en una cuantificación de las brechas de consolidación en relación con los compromisos adquiridos en el contexto del PEC<sup>28</sup>. No obstante, este año, en su declaración sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2018, el Eurogrupo solo invita a los países en cuestión a «considerar en el momento oportuno las medidas necesarias para abordar los riesgos identificados por la Comisión con el fin de garantizar que los presupuestos de 2018 cumplan las disposiciones del PEC». Se ha de observar asimismo que, a diferencia de años anteriores, no parece que el Eurogrupo tenga previsto realizar un seguimiento del actual ejercicio de evaluación basado en las previsiones de invierno de la Comisión a principios de 2018. Desde que comenzó el ejercicio de evaluación de los proyectos de planes presupuestarios en el otoño de 2013, la proporción de países que han presentado proyectos que cumplen el PEC no ha variado y se ha

---

<sup>25</sup> Aquí se incluyen casos en los que se preveía que la mejora del saldo estructural hacia la consecución del OMP específico del respectivo país distaría significativamente (en más de 0,5 puntos porcentuales del PIB) de cumplir las exigencias. Este es el umbral para poner en marcha el procedimiento de desviación significativa en el contexto del componente preventivo del PEC.

<sup>26</sup> Por ejemplo, la Comisión envió cartas a Italia, Austria y Francia en octubre de 2014. Anteriormente, en mayo de ese año, había solicitado a Austria la adopción de medidas adicionales cuando el Gobierno de ese país envió un proyecto de plan presupuestario actualizado para 2014 (que no cumplía las exigencias del PEC) después de la celebración de elecciones parlamentarias.

<sup>27</sup> En octubre de 2017, la Comisión envió cartas a Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal.

<sup>28</sup> Como referencia, véase la [declaración del Eurogrupo del 5 de diciembre de 2016](#).

mantenido en alrededor de una tercera parte, pese a la mejora de las condiciones económicas<sup>29</sup>.

**De cara al futuro es esencial que el ejercicio de evaluación de los proyectos de planes presupuestarios recupere su eficacia.** En general es difícil valorar hasta qué punto la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios ha animado a los países a incluir medidas adicionales en sus presupuestos definitivos<sup>30</sup>. Los Gobiernos pueden adoptar tales medidas en la fase final de elaboración de los presupuestos o durante su aplicación a lo largo del año sin vincularlas específicamente a los resultados del ejercicio de evaluación. Además, la valoración de si los países han cumplido el PEC un año determinado se basa en la ejecución presupuestaria y se realiza unos 18 meses o más después del inicio de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios. Para entonces, los cambios en las estimaciones sobre la posición de un país en el ciclo económico, así como las modificaciones de las normas, pueden dar como resultado una evaluación más favorable del cumplimiento con el PEC<sup>31</sup>. Una manera de mejorar el cumplimiento del Pacto por parte de los países es solicitar la presentación de planes actualizados en todos los casos en los que se prevean desviaciones significativas con respecto a las exigencias. Mejorar el funcionamiento de este ejercicio de evaluación de los proyectos de planes presupuestarios es importante, en particular con el fin de abordar los desequilibrios presupuestarios en tiempos de bonanza económica para disponer de mayor margen de maniobra fiscal en futuras fases de desaceleración cíclica.

---

<sup>29</sup> Desde que comenzó a efectuarse el ejercicio de evaluación en otoño de 2013, únicamente los planes de Alemania y de los Países Bajos han sido evaluados positivamente todos los años.

<sup>30</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Seguimiento de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015», *Boletín Económico*, número 2, BCE, febrero de 2015.

<sup>31</sup> Por ejemplo, las exigencias de ajuste estructural se redujeron a cambio de más reformas estructurales e inversión en 2015.



# Artículos

## 1 El mercado de crudo en la era del petróleo no convencional

La producción de petróleo no convencional (*shale oil*) de Estados Unidos ha aumentado de forma considerable desde 2011, y actualmente rivaliza con la de Rusia y la de Arabia Saudí en términos de cuota de mercado. Sin embargo, destacados productores de petróleo convencional, y especialmente los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), han actuado con lentitud a la hora de adaptar sus políticas de producción. En este artículo se analizan las causas de esta reacción tardía y se realiza una valoración de la relevancia relativa de los factores de oferta y de demanda en la evolución de los precios del crudo a raíz de la «revolución» del petróleo no convencional. El petróleo no convencional es el nuevo factor que más está afectando a la estructura del mercado de crudo y más está influyendo en las decisiones de la OPEP sobre si perseguir un objetivo de estabilidad de los precios o de cuota de mercado. El prolongado período de exceso de oferta y de bajos precios del petróleo que se produjo entre finales de 2014 y el tercer trimestre de 2016 fue resultado de la interacción de estos factores, y la recuperación parcial de los precios observada en 2017 refleja un reajuste gradual del mercado tras los recortes de producción globales acordados por la OPEP y otros importantes países productores. Los analistas esperan que los precios del petróleo se mantengan en un rango acorde con los costes de producción de los principales productores marginales, que actualmente se estima que se sitúan en torno a 50 dólares estadounidenses por barril a corto plazo. Sin embargo, según sus proyecciones, y dada la actual tecnología de extracción, los precios tendrán que subir hasta los 65-70 dólares estadounidenses por barril a medio plazo para que la producción de petróleo no convencional continúe creciendo de forma rentable a un ritmo sólido.

### 1 Introducción

**Las materias primas —y, en particular, el petróleo—, continúan siendo la principal fuente de volatilidad de la inflación de los precios de consumo**, lo que representa un reto para la elaboración de proyecciones, ya que los precios del crudo son la causa de la mayoría de los errores de predicción de las tasas de inflación. Comprender los factores determinantes de las variaciones de los precios del petróleo es fundamental para analizar su persistencia y sus implicaciones para las expectativas de inflación, así como, en último término, para poder adaptar la respuesta de política monetaria. En general se considera que el repunte de la producción de petróleo no convencional desde 2011 ha provocado una transformación estructural del mercado del crudo, aunque hay varias cuestiones pendientes de responder, como en qué medida ha influido esta transformación en los factores de oferta y de demanda que determinan los precios del petróleo y su relevancia a largo plazo.

**La revolución del petróleo no convencional ha suscitado un interés considerable ya que constituye un punto de inflexión histórico e inesperado en las tendencias de producción de energía en Estados Unidos.** Después de descender de manera sostenida durante tres décadas, la producción de petróleo de Estados Unidos fue la que más contribuyó al crecimiento de la oferta mundial entre 2012 y 2014 y, actualmente, su cuota de producción mundial rivaliza con la de Arabia Saudí y la de Rusia. En un principio, la producción de petróleo no convencional fue un fenómeno circunscrito esencialmente a Estados Unidos, ya que cuestiones técnicas y legislativas limitaron su impacto global. Concretamente, las redes de oleoductos de Estados Unidos, Canadá y México solo podían absorber los flujos de crudo procedentes de la periferia con destino a los Estados interiores de Estados Unidos, y las exportaciones de crudo estadounidense se prohibieron en virtud de una ley adoptada por razones de seguridad nacional. Ambos factores llevaron a una acumulación extraordinaria de inventarios que provocó una caída los precios del petróleo en ese país. Dadas las diferencias en calidad del crudo, el petróleo para entrega en centros de almacenamiento sin salida al mar, como el West Texas Intermediate (WTI)<sup>32</sup> (la principal referencia en Estados Unidos), cotizó con descuentos cada vez mayores. Los precios de los productos energéticos cayeron en mayor medida en Estados Unidos que en el resto del mundo. Sin embargo, la posterior inversión de los oleoductos y la ampliación de la capacidad ferroviaria en 2014, junto con la revocación de la prohibición de exportar crudo un año después, permitieron que se cerrara la brecha existente entre los precios estadounidenses y los internacionales, y que la producción de petróleo no convencional de Estados Unidos accediera a la escena internacional. Para entonces, la agencia gubernamental estadounidense Energy Information Administration (US EIA, en sus siglas en inglés) había reevaluado positivamente sus perspectivas sobre el petróleo no convencional, tanto en términos de volúmenes como de duración, sugiriendo que se estaban produciendo cambios permanentes en el mercado mundial de crudo.

**Las decisiones de producción de la OPEP en la era del petróleo no convencional —que comenzó en torno a 2011— se han visto particularmente influidas por la evolución de las condiciones de oferta en Estados Unidos.** En noviembre de 2014 se acordó abandonar los objetivos de producción con el fin de tratar de recuperar cuota de mercado, lo que se consiguió, pero a expensas de una caída de los precios del petróleo, que se redujeron más de la mitad. Unos precios persistentemente bajos y el deterioro de las finanzas públicas en los países productores hicieron que la OPEP decidiera cambiar nuevamente su política en noviembre de 2016 y recortara la producción, en un esfuerzo por reequilibrar el mercado de crudo, desbordado de inventarios. ¿Había aceptado la OPEP el hecho de que en su papel de productor bisagra ahora competía con los productores de petróleo no convencional?

**En este artículo se describe la evolución del mercado de crudo en la era del petróleo no convencional, los cambios en las estrategias de producción de la OPEP y los efectos de ambos en los precios del petróleo.** El artículo se estructura como sigue: en las secciones 2 y 3 se consideran la dinámica de los precios del petróleo y las variables fundamentales del mercado antes y durante la era del petróleo

---

<sup>32</sup> El punto de entrega establecido en el contrato WTI es Cushing, Oklahoma.

no convencional, prestando especial atención a las cuotas de mercado de importantes países productores de crudo (en particular, Estados Unidos) tras la revolución desencadenada por el sector del petróleo no convencional. En el recuadro 1 se presentan detalles del modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) del mercado mundial de petróleo utilizado para valorar la relevancia de los factores de oferta y de demanda, y en el que se distinguen dos tipos de estrategias, en función de si la actuación de la OPEP está orientada a proteger su cuota de mercado (enfoque «estratégico») o a estabilizar los precios del crudo en torno a un valor objetivo (enfoque «acomodaticio»). En el recuadro 2 se analiza una descomposición histórica del precio del petróleo centrada en el período de producción de petróleo no convencional. En la sección 4 se analizan las posibles repercusiones de este tipo de petróleo en la curva de oferta mundial y el precio de equilibrio, a partir de evidencia microeconómica. Por último, en la sección 5 se resumen los principales temas tratados en el artículo y se concluye con las perspectivas a medio y largo plazo.

## 5 Conclusiones

**En este artículo se ha analizado la contribución de variables fundamentales del mercado a la dinámica de los precios del petróleo ante la aparición de un factor nuevo importante: la producción de petróleo no convencional.** Los resultados empíricos de un modelo SVAR con restricciones de signo sugieren que, principalmente desde 2014, el petróleo no convencional ha influido en la evolución de los precios del crudo: directamente, contribuyendo al crecimiento de la oferta mundial, e indirectamente, a través de su influencia en las políticas de producción de la OPEP. La OPEP tuvo el incentivo para seguir una estrategia de incrementar su cuota de mercado cuando la producción de petróleo no convencional aumentaba pero no era suficientemente competitiva. Sin embargo, cuando los productores de petróleo no convencional se hicieron más competitivos, esta organización prefirió optar por una política de estabilización de los precios en torno a un valor que fuera compatible con el umbral de rentabilidad de los productores marginales.

**La evidencia microeconómica sugiere que el petróleo no convencional no solo ha cambiado los incentivos de otros productores y, por tanto, el mecanismo de formación de precios en los últimos años,** sino que continuará siendo un elemento esencial de la producción de crudo, al menos en los próximos quince años. Se espera que el rápido incremento de los flujos de inversión mantenga el sólido ritmo de avance de la producción, poniendo así en evidencia la relevancia de los avances tecnológicos en la producción de petróleo. No obstante, quedan cuestiones importantes por responder, como las relacionadas con las expectativas de duración de la revolución del petróleo no convencional, especialmente porque es improbable que se extienda de forma significativa más allá de las fronteras geográficas de Estados Unidos. Las condiciones geológicas, consideraciones medioambientales, la escasez de agua y la menor eficiencia de las cadenas de producción han impedido hasta ahora la expansión generalizada de la tecnología de producción de petróleo no convencional a otros lugares.

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

## 2 El impacto de las cadenas globales de valor en el análisis macroeconómico de la zona del euro

Con la reducción de los costes de transporte y de las barreras al comercio que se ha registrado en las últimas décadas se ha producido un aumento de la fragmentación de los procesos de producción, ya que las empresas ubican su producción y obtienen bienes intermedios en otros países. El resultado ha sido un incremento significativo del comercio de servicios y bienes intermedios. En particular, la participación de los países de la zona del euro en las cadenas de producción internacional ha ido en aumento, tanto dentro como fuera de la zona.

En este artículo se analiza cómo afectan las cadenas globales de valor a la economía de la zona del euro. Concretamente, tener en cuenta la participación en estas cadenas influye en diversos indicadores económicos clave. La mayor importancia del concepto de comercio en términos de valor añadido, en contraposición al comercio convencional en términos brutos, así como el aumento del comercio de bienes y servicios intermedios, cambia la forma de calcular e interpretar los indicadores macroeconómicos. Asimismo, la participación de las empresas y de los sectores en las cadenas globales de valor genera o refuerza los vínculos entre países a través del comercio de bienes intermedios, lo que afecta al análisis macroeconómico, en particular en lo que respecta a los efectos de contagio a la actividad real, y a la remuneración y a la proporción de los diferentes niveles de cualificación de los trabajadores.

### 1 Introducción

**En las últimas décadas se ha producido una rápida expansión de las cadenas globales de valor (CGV).** Las empresas han ido localizando su producción en otros países y obtienen bienes intermedios del extranjero. En consecuencia, la producción se ha ido organizando de manera creciente en varias etapas en distintos países, lo que hace que las exportaciones incorporen un volumen significativo de insumos importados (esto es, el «contenido importador de las exportaciones»). El resultado ha sido un aumento de la fragmentación internacional de los procesos de producción y un notable incremento del comercio de bienes intermedios y servicios (se estima que alrededor del 60 % del comercio mundial corresponde a bienes intermedios) y el valor bruto de las exportaciones ha pasado a ser mucho más elevado que el valor añadido generado en cada país exportador. Las negociaciones multilaterales sobre libre comercio y la posterior reducción de las barreras arancelarias y no arancelarias, la apertura de las economías emergentes al comercio mundial, la liberalización financiera, la internacionalización de los servicios empresariales y las mejoras tecnológicas son los factores que más han contribuido a la expansión de las cadenas de producción internacionales hasta hace poco.

**En particular, la participación de los países de la zona del euro en las cadenas de producción internacionales ha ido en aumento,** estimulada por un marco regulatorio armonizado en la Unión Europea (UE) y por la integración en un área monetaria común. Como resultado se ha favorecido la creación de una cadena

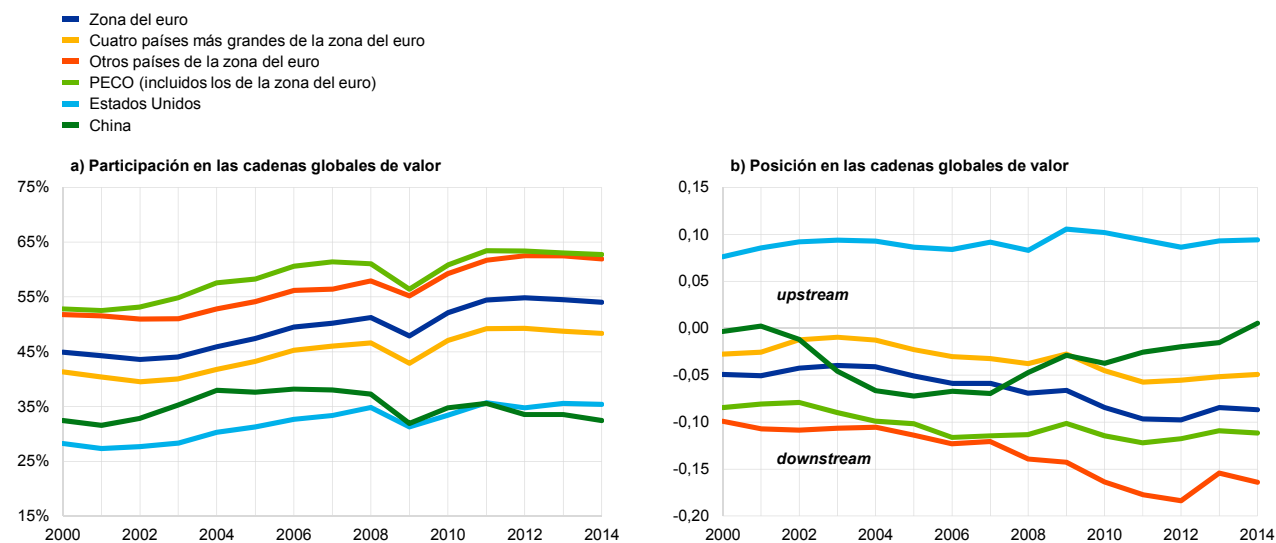
regional de producción y el comercio de productos intermedios con el resto del mundo. La comparación de los índices de participación de los países en las CGV<sup>33</sup> [gráfico 1, panel a)] muestra que la zona del euro<sup>34</sup> participa más en las cadenas globales de producción que otras grandes economías, como Estados Unidos y China.

## Gráfico 1

### Participación y posición en las cadenas globales de valor entre 2000 y 2014

(puntos porcentuales)

(índice)



Fuentes: World Input-Output Database (WIOD) (datos publicados en 2016) y cálculos de los autores.

Notas: Véase en el recuadro 1 información detallada sobre los indicadores. Los «cuatro países más grandes de la zona del euro» son Alemania, Francia, Italia y España. Los «Otros países de la zona del euro» son todos los demás países de la zona, excluidos los PECO. «PECO» se refiere a todos los países de Europa Central y Oriental que son miembros de la UE, cinco de los cuales pertenecen a la zona del euro, y seis, no.

### En los años siguientes a la Gran Recesión que tuvo lugar entre 2008 y 2009, el ritmo de expansión de las cadenas de producción se redujo sustancialmente.

El panel a) del gráfico 1 muestra que la expansión de las cadenas globales de valor se frenó a escala mundial, debido, en parte, al incremento de los costes laborales en los mercados emergentes, así como a la reubicación (*onshoring*)<sup>35</sup> de las actividades multinacionales hacia los mercados de exportación (el «acortamiento de las cadenas globales de valor», donde la producción se traslada a localizaciones más próximas a los mercados de demanda). Además, la introducción de barreras proteccionistas no arancelarias (como, por ejemplo, mediante exigencias de incorporación de contenido nacional y otras normas) ha aumentado las trabas al comercio, afectando así a la expansión de las cadenas globales de valor. Otros factores que pueden haber contribuido son, por un lado, el desplazamiento de la

<sup>33</sup> Véase en el recuadro 1 información detallada sobre los diversos indicadores de la integración en las CGV.

<sup>34</sup> Los agregados de la zona del euro del gráfico 1 incluyen el comercio en las cadenas globales de valor dentro de la zona del euro. Si se excluye el comercio dentro de la zona, la participación en las cadenas globales de valor sería más baja, lo que pone de manifiesto la importancia de las cadenas de producción regionales.

<sup>35</sup> El proceso de *onshoring* consiste en trasladar partes de los procesos de producción de los bienes intermedios a lugares cercanos a los clientes. Por ejemplo, en la producción de un modelo de automóvil que se vende en Asia, la producción de los componentes y de los repuestos de los vehículos se reubicaría en esta región.

demanda global hacia servicios, que son menos intensivos en comercio que los bienes, y, por otro, la robotización, que está fomentando que la producción vuelva a localizarse en las economías avanzadas<sup>36</sup>.

**Sin embargo, los países de la zona del euro se han visto menos afectados que otros países por el acortamiento de las CGV (véase el panel a) del gráfico 1).** El proceso de acortamiento ha sido especialmente pronunciado en China. Aunque en 2014 (último año para el que se dispone de datos) el grado de participación de Estados Unidos en las cadenas globales de valor fue comparable al de 2008, en la zona del euro se ha registrado una participación significativamente mayor, impulsada por el comercio dentro de la zona.

**Desde comienzos del siglo XXI, los países de la zona del euro han experimentado también un incremento del valor añadido foráneo en sus exportaciones, es decir, han aumentado el uso de insumos importados en la producción de sus exportaciones.** En el panel b) del gráfico 1 se muestra la evolución en el tiempo de la posición de una selección de economías en las cadenas globales de valor. El índice de posición<sup>37</sup> de la zona del euro ha continuado cayendo y ha permanecido en niveles por debajo de cero en los últimos años, lo que significa que las empresas de la zona están utilizando más bienes intermedios extranjeros y suministran menos productos intermedios a otros países. Por lo tanto, están ubicadas más cerca del consumidor final (esto es, su producción está en una posición más *downstream*) en las cadenas globales de valor. Los grandes países de la zona del euro, a su vez, se sitúan en una posición más alejada (*upstream*) que los países de menor tamaño de la zona y los países de Europa Central y Oriental (PECO)<sup>38</sup>. Esto significa que los dos últimos grupos de países emplean una proporción relativamente más elevada de insumos importados en la producción de sus exportaciones, a menudo como resultado de las actividades de montaje final que son parte de la contribución paneuropea a las cadenas globales de valor. En cambio, Estados Unidos se encuentra en una posición comparativamente más alejada (*upstream*) del consumidor final, ya que suministra productos intermedios relacionados con I+D, el sector financiero y los sectores de materias primas al resto del mundo. Asimismo, China<sup>39</sup> se ha ido desplazando considerablemente hacia una posición *upstream* en comparación con 2007 y 2014.

**Las cadenas globales de valor influyen en algunos indicadores económicos clave.** La mayor importancia del concepto de comercio en términos de valor añadido en contraposición al comercio convencional en términos brutos, y el aumento del comercio de productos intermedios han planteado algunos retos en lo que respecta a la forma de calcular e interpretar los indicadores macroeconómicos. En la sección 2 se analizan las implicaciones de las cadenas globales de valor para la

<sup>36</sup> Para un análisis de los factores que explican la desaceleración del comercio global en general, véase IRC Trade Task Force, «[Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 178, BCE, septiembre de 2016.

<sup>37</sup> Véase la definición en el recuadro 1.

<sup>38</sup> Los PECO considerados en este análisis son: Bulgaria, Croacia, República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Eslovenia.

<sup>39</sup> Véase el artículo titulado «China's economic growth and rebalancing and the implications for the global economy», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2017.

medición y la interpretación de tres indicadores clave: los tipos de cambio efectivos reales, las cuotas de exportación y la elasticidad del comercio a la demanda global.

**La participación de las empresas y de los sectores en las cadenas globales de valor también genera o refuerza los vínculos entre países a través del comercio de bienes intermedios, y tiene consecuencias importantes para el análisis macroeconómico.** Concretamente, la sección 3 se centra en los efectos de contagio a la actividad real, a la remuneración de los trabajadores y a la proporción de los diferentes niveles de cualificación de los trabajadores.

## 4 Conclusiones

**Los países de la zona del euro registran una importante participación en las cadenas globales de producción, lo que afecta a algunos indicadores macroeconómicos clave.** Por lo tanto, resulta fundamental tener en cuenta las cadenas globales de valor cuando se consideran determinados conceptos macroeconómicos. Más concretamente:

- Las medidas de competitividad que tienen en cuenta las cadenas globales de valor —como son los tipos de cambio efectivos reales (TCER) basados en el valor añadido y los basados en las tablas *input-output*— muestran resultados diferentes en episodios de apreciación/depreciación de la moneda si se comparan con los TCER convencionales.
- Aunque los desplazamientos de las cadenas de producción no son un determinante importante de la variación de las cuotas de mercado mundial de los países de la zona del euro, tener en cuenta las cadenas globales de valor ayuda a entender los factores que impulsan la competitividad.
- La evolución de las cadenas globales de valor ha influido en la dinámica de aceleración y posterior desaceleración de la elasticidad del comercio a la demanda global en las últimas décadas. Si, en el futuro, el comercio no muestra una capacidad de reacción intensa a la renta —tal y como se observó antes de la crisis como resultado de la expansión de las cadenas globales de valor—, podría considerarse que una menor elasticidad comercio-renta es la «nueva situación normal».

**La participación de las empresas y de los sectores en las cadenas de producción crea interconexiones entre países, lo que influye en el análisis de los efectos de contagio macroeconómicos:**

- Se producen efectos de contagio a la actividad real a través de los vínculos *input-output* y es posible que determinados sectores desempeñen un papel clave en su transmisión. Asimismo, las cadenas de producción sirven de canal para la transferencia de tecnología nacional y foránea a empresas nacionales que no están en la frontera tecnológica y que no participan en las cadenas

globales, a través de la tecnología incorporada a los productos intermedios importados.

- Por último, los sectores que aumentan su participación en las cadenas globales de valor tienden a contratar una proporción mayor de trabajadores altamente cualificados y ofrecen salarios sistemáticamente más elevados independientemente del nivel de cualificación. Concretamente, en los sectores situados en la parte de la cadena de valor más próxima al consumidor final, esto es, más *downstream*, se observa que un mayor uso de bienes intermedios extranjeros incide de forma positiva en los salarios.

[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 esta sección 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 periodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20	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>2)</sup> (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3,5	2,6	3,1	0,4	7,3	1,3	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,5	1,8	0,9	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 IV TR	1,0	0,4	0,6	0,3	1,7	0,6	1,5	1,7	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 I TR	0,8	0,3	0,3	0,4	1,4	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
II TR	1,0	0,8	0,3	0,7	1,8	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
III TR	.	0,8	0,4	0,6	1,7	0,6	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
2017 Jun	-	-	-	-	-	-	1,9	1,8	1,6	2,6	0,4	1,5	1,3
Jul	-	-	-	-	-	-	2,0	1,8	1,7	2,6	0,4	1,4	1,3
Ago	-	-	-	-	-	-	2,2	1,8	1,9	2,9	0,7	1,8	1,5
Sep	-	-	-	-	-	-	2,3	1,8	2,2	3,0	0,7	1,6	1,5
Oct	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,0	3,0	0,2	1,9	1,4
Nov <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,5

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

3) 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)						Importaciones de mercancías <sup>1)</sup>					
	Índice PMI compuesto					Pro memoria: Zona del euro	Índice PMI global <sup>2)</sup>			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global <sup>2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China		Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,3	54,1	51,5	2,7	3,8	2,0
2015	53,2	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,3	0,9	3,7	-1,0
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	1,0	1,3	0,7
2016 IV TR	53,2	54,6	55,5	52,0	53,1	53,8	53,4	53,2	50,5	1,8	-1,3	3,9
2017 I TR	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,3	51,8	2,1	1,4	2,6
II TR	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,3	51,5	-0,3	1,6	-1,6
III TR	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,8	.	.	.
2017 Jun	53,1	53,9	53,8	52,9	51,1	56,3	52,1	53,4	51,7	-0,3	1,6	-1,6
Jul	53,1	54,6	54,1	51,8	51,9	55,7	52,5	53,3	51,6	1,5	2,3	0,9
Ago	53,6	55,3	54,0	51,9	52,4	55,7	52,8	53,9	52,4	1,2	1,2	1,2
Sep	53,2	54,8	54,1	51,7	51,4	56,7	52,8	53,4	51,6	.	.	.
Oct	53,6	55,2	55,8	53,4	51,0	56,0	52,7	53,9	51,7	.	.	.
Nov	53,2	54,5	54,9	52,2	51,6	57,5	53,6	53,1	52,2	.	.	.

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 periodos; 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)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7
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
2017 May	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01
Jun	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,26	-0,01
Jul	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,31	-0,01
Ago	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,16	1,31	-0,03
Sep	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,17	1,32	-0,03
Oct	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,18	1,36	-0,04
Nov	-0,35	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,43	-0,03

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse notas generales del *Boletín Estadístico*.

### 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
2017 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
Jun	-0,69	-0,65	-0,59	-0,17	0,54	1,19	1,07	0,93	-0,60	-0,41	0,65	1,63
Jul	-0,71	-0,71	-0,67	-0,21	0,58	1,29	1,07	0,93	-0,70	-0,51	0,72	1,75
Ago	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	0,89	0,92	-0,75	-0,62	0,48	1,52
Sep	-0,76	-0,75	-0,70	-0,26	0,52	1,27	1,04	0,98	-0,73	-0,54	0,65	1,68
Oct	-0,79	-0,79	-0,74	-0,32	0,44	1,23	0,95	0,87	-0,78	-0,60	0,55	1,61
Nov	-0,78	-0,76	-0,70	-0,28	0,44	1,20	0,79	0,88	-0,73	-0,52	0,56	1,52

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse notas generales del *Boletín Estadístico*.

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

### 2.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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
2017 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
Jun	383,6	3.547,8	767,8	283,0	698,8	299,9	182,4	617,2	475,2	283,6	355,4	927,3	2.434,0	20.045,6
Jul	377,8	3.483,9	745,3	270,9	685,3	289,5	187,7	606,5	465,2	273,5	339,7	891,3	2.454,1	20.044,9
Ago	375,1	3.451,3	727,5	266,5	681,4	288,8	187,3	596,2	467,4	284,4	340,3	861,1	2.456,2	19.670,2
Sep	380,7	3.507,1	750,1	261,2	701,2	298,1	185,9	615,8	480,3	288,2	331,8	883,8	2.492,8	19.924,4
Oct	391,7	3.614,7	791,0	267,8	724,9	306,3	190,2	636,2	501,1	290,1	330,9	895,9	2.557,0	21.267,5
Nov	391,7	3.601,4	802,3	269,2	727,7	315,4	188,3	640,6	508,6	294,8	317,3	854,9	2.593,6	22.525,1

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 descu- biertos	Saldo de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empre- sarios indi- viduales y socieda- des sin per- sona- lidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de finan- ciación	
	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					
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2016 Nov	0,08	0,49	0,43	0,78	6,39	16,73	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	6,33	16,69	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	0,41	0,76	6,34	16,64	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,88	1,80	1,76	2,28	1,81
Feb	0,07	0,48	0,40	0,77	6,38	16,69	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	0,74	6,39	16,70	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85
Abr	0,06	0,47	0,39	0,72	6,34	16,70	4,83	5,58	5,97	2,36	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87
May	0,06	0,47	0,39	0,81	6,33	16,70	5,08	5,78	6,22	2,43	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87
Jun	0,06	0,47	0,38	0,77	6,31	16,82	4,68	5,74	6,19	2,41	1,69	1,89	1,91	1,89	2,21	1,87
Jul	0,05	0,46	0,38	0,76	6,27	16,80	4,95	5,84	6,28	2,36	1,75	1,91	1,90	1,90	2,21	1,88
Ago	0,05	0,45	0,35	0,75	6,24	16,80	5,32	5,89	6,34	2,35	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91
Sep	0,05	0,45	0,35	0,74	6,28	16,80	5,07	5,71	6,20	2,34	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89
Oct <sup>(p)</sup>	0,05	0,44	0,35	0,75	6,24	16,80	4,88	5,68	6,15	2,40	1,67	1,92	1,93	1,96	2,18	1,88

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 descu- biertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de finan- ciación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2016 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	1,83	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	1,37	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	1,31	1,53	1,76
Mar	0,06	0,08	0,58	2,58	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,30	1,62	1,57	1,82
Abr	0,06	0,10	0,40	2,56	2,55	2,69	2,35	1,79	1,78	1,70	1,34	1,50	1,64	1,81
May	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,37	1,76	1,73	1,71	1,20	1,47	1,63	1,76
Jun	0,05	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,27	1,43	1,56	1,76
Jul	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,75	1,74	1,72	1,23	1,33	1,65	1,74
Ago	0,05	0,10	0,36	2,44	2,49	2,70	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,43	1,59	1,74
Sep	0,04	0,07	0,44	2,42	2,45	2,73	2,39	1,71	1,68	1,73	1,19	1,45	1,58	1,73
Oct <sup>(p)</sup>	0,04	0,11	0,42	2,41	2,40	2,69	2,36	1,70	1,66	1,70	1,23	1,34	1,61	1,73

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 plazo

(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 financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Corto plazo</b>														
2014	1.320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1.241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	32	79	33
2017 May	1.302	521	139	.	93	481	68	368	173	52	.	37	84	21
Jun	1.288	507	144	.	80	484	72	355	149	60	.	33	81	33
Jul	1.289	514	146	.	86	477	66	383	177	54	.	43	77	32
Ago	1.293	516	147	.	84	474	71	356	169	54	.	29	80	25
Sep	1.299	530	145	.	81	478	65	371	162	61	.	38	82	29
Oct	1.279	529	146	.	84	457	62	371	175	44	.	41	74	36
<b>Largo plazo</b>														
2014	15.128	4.048	3.160	.	993	6.285	643	225	65	48	.	16	86	10
2015	15.246	3.784	3.287	.	1.056	6.481	637	216	68	46	.	13	81	9
2016	15.397	3.695	3.233	.	1.186	6.643	641	220	62	53	.	18	79	8
2017 May	15.423	3.626	3.245	.	1.140	6.779	634	281	68	90	.	18	101	4
Jun	15.406	3.620	3.216	.	1.144	6.788	638	230	62	50	.	24	84	9
Jul	15.399	3.618	3.232	.	1.154	6.762	633	268	74	93	.	21	76	4
Ago	15.326	3.592	3.173	.	1.150	6.777	633	127	29	35	.	3	54	5
Sep	15.367	3.570	3.180	.	1.178	6.805	634	231	56	63	.	17	90	5
Oct	15.347	3.587	3.147	.	1.184	6.789	640	236	78	42	.	21	85	10

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	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Saldo vivo</b>											
2014	16.448,6	4.590,6	3.291,0	.	1.051,3	6.822,7	693,0	6.016,4	591,3	850,5	4.574,6
2015	16.514,6	4.301,6	3.433,5	.	1.117,8	6.959,3	702,4	6.813,1	584,3	984,0	5.244,9
2016	16.637,7	4.213,1	3.368,1	.	1.245,0	7.108,2	703,4	7.089,5	537,6	1.097,9	5.454,0
2017 May	16.724,9	4.146,3	3.384,1	.	1.232,3	7.260,3	701,9	7.845,6	631,3	1.151,9	6.062,4
Jun	16.693,4	4.127,4	3.360,0	.	1.223,7	7.272,4	709,9	7.694,5	640,5	1.151,7	5.902,4
Jul	16.688,5	4.132,6	3.378,3	.	1.240,4	7.238,8	698,5	7.718,2	663,1	1.197,6	5.857,6
Ago	16.618,5	4.108,3	3.320,5	.	1.234,3	7.250,5	704,7	7.638,4	630,8	1.174,6	5.833,0
Sep	16.666,3	4.100,2	3.325,3	.	1.259,1	7.282,2	699,5	7.937,9	657,7	1.237,6	6.042,6
Oct	16.625,3	4.115,8	3.293,3	.	1.267,5	7.246,3	702,2	8.169,9	649,6	1.299,6	6.220,6
<b>Tasa de crecimiento</b>											
2014	-0,6	-8,2	1,0	.	5,3	3,2	1,1	1,5	7,2	1,9	0,7
2015	0,2	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,7	.	7,5	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017 May	1,6	-2,0	2,9	.	8,1	2,2	0,1	0,8	5,9	1,1	0,2
Jun	1,5	-2,2	3,7	.	8,3	1,7	0,4	0,7	4,8	1,2	0,3
Jul	1,8	-1,1	3,4	.	9,3	1,8	-0,9	0,8	6,1	1,4	0,1
Ago	1,5	-1,5	1,9	.	9,1	2,0	-0,4	0,8	6,1	1,4	0,2
Sep	1,3	-1,5	0,9	.	7,5	2,3	-0,4	0,9	6,1	2,0	0,2
Oct	0,9	-0,9	-0,9	.	7,2	1,9	-0,4	0,9	6,0	2,8	0,1

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 reales <sup>2)</sup>	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2014	101,4	97,2	96,4	91,0	96,4	98,6	114,3	95,4
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,6	88,2	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,8	85,0	79,8	89,3	109,7	89,3
2016 IV TR	94,5	89,6	90,5	84,7	79,5	89,1	109,4	88,9
2017 I TR	93,8	89,0	89,6	83,4	78,7	88,3	108,6	88,1
II TR	95,3	90,3	91,0	84,7	78,8	89,2	110,2	89,1
III TR	98,6	93,2	93,7	-	-	-	114,5	92,4
2017 Jun	96,3	91,3	91,9	-	-	-	111,5	90,1
Jul	97,6	92,4	93,0	-	-	-	113,4	91,5
Ago	99,0	93,6	94,3	-	-	-	115,1	92,9
Sep	99,0	93,6	94,0	-	-	-	115,1	92,8
Oct	98,6	93,1	93,5	-	-	-	114,9	92,4
Nov	98,5	93,1	93,3	-	-	-	115,1	92,6
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2017 Nov	-0,1	0,0	-0,2	-	-	-	0,2	0,2
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2017 Nov	4,2	3,9	3,0	-	-	-	5,0	4,0

Fuente: BCE.

1) Para una definición del 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 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
II TR	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	4,5532	9,692	1,084	1,102
III TR	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
2017 Jun	7,646	7,410	26,264	7,438	308,285	124,585	4,211	0,877	4,5721	9,754	1,087	1,123
Jul	7,796	7,412	26,079	7,437	306,715	129,482	4,236	0,886	4,5689	9,589	1,106	1,151
Ago	7,876	7,405	26,101	7,438	304,366	129,703	4,267	0,911	4,5789	9,548	1,140	1,181
Sep	7,826	7,464	26,075	7,440	308,368	131,924	4,269	0,895	4,5992	9,533	1,147	1,191
Oct	7,789	7,509	25,766	7,443	309,951	132,763	4,263	0,891	4,5895	9,614	1,155	1,176
Nov	7,772	7,551	25,538	7,442	311,891	132,392	4,227	0,888	4,6347	9,848	1,164	1,174
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2017 Nov	-0,2	0,6	-0,9	0,0	0,6	-0,3	-0,8	-0,3	1,0	2,4	0,8	-0,2
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2017 Nov	5,2	0,4	-5,5	0,0	1,0	13,2	-3,7	2,2	2,8	0,0	8,2	8,7

Fuente: BCE.

## 2 Evolución financiera

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>												
2016 III TR	23.519,8	24.521,3	-1.001,5	10.318,1	8.434,1	7.682,4	10.463,6	-62,1	4.854,3	5.623,5	727,0	13.856,0
IV TR	23.982,9	24.780,0	-797,1	10.680,0	8.610,8	7.862,2	10.570,0	-57,7	4.790,9	5.599,2	707,6	13.782,1
2017 I TR	25.161,7	25.746,9	-585,2	11.055,3	8.909,6	8.253,0	10.859,1	-62,8	5.189,5	5.978,2	726,6	14.242,7
II TR	24.571,9	25.201,4	-629,5	10.766,7	8.719,8	8.175,2	10.679,9	-48,8	4.996,1	5.801,8	682,7	13.888,6
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>												
2017 II TR	224,3	230,1	-5,7	98,3	79,6	74,6	97,5	-0,4	45,6	53,0	6,2	126,8
<b>Transacciones</b>												
2016 IV TR	94,9	0,6	94,3	102,5	38,7	23,2	-22,8	15,9	-51,3	-15,4	4,6	-
2017 I TR	629,7	567,3	62,4	187,1	199,8	172,3	65,7	21,8	251,0	301,8	-2,5	-
II TR	209,4	160,8	48,7	51,0	70,6	174,5	110,6	-1,3	-13,2	-20,4	-1,7	-
III TR	57,4	-104,0	161,5	-153,8	-165,0	175,1	19,4	-19,7	55,3	41,5	0,6	-
2017 Abr	172,0	161,3	10,7	46,0	7,0	40,9	16,8	2,2	87,4	137,5	-4,5	-
May	97,0	89,2	7,9	31,8	33,0	70,2	65,0	4,0	-10,4	-8,8	1,4	-
Jun	-59,6	-89,7	30,1	-26,8	30,6	63,4	28,7	-7,5	-90,2	-149,0	1,4	-
Jul	-17,9	-61,0	43,1	-176,3	-186,0	65,8	52,0	-3,9	101,7	72,9	-5,2	-
Ago	54,9	17,0	37,9	10,9	18,9	68,6	-24,8	-7,9	-16,0	22,9	-0,7	-
Sep	20,4	-60,1	80,5	11,6	2,0	40,6	-7,8	-7,8	-30,4	-54,3	6,4	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses</b>												
2017 Sep	991,5	624,7	366,9	186,8	144,1	545,1	173,0	16,7	241,9	307,6	1,0	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</b>												
2017 Sep	9,0	5,7	3,3	1,7	1,3	4,9	1,6	0,2	2,2	2,8	0,0	-

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>	
					Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2014	10.157,6	9.786,6	5.633,9	2.129,1	1.997,1	1.006,5	599,7	385,6	26,5	371,0	4.541,7	4.170,8
2015	10.515,1	10.030,3	5.754,3	2.168,9	2.078,1	1.016,2	637,9	418,4	29,0	484,8	4.847,0	4.362,2
2016	10.788,8	10.310,0	5.891,6	2.218,8	2.189,3	1.051,8	674,3	457,7	10,3	478,8	4.935,9	4.457,1
2016 IV TR	2.725,6	2.613,9	1.489,2	558,9	557,9	266,9	171,2	118,5	7,9	111,8	1.264,8	1.153,0
2017 I TR	2.747,6	2.630,1	1.504,9	562,1	559,8	272,7	171,6	114,2	3,2	117,5	1.297,6	1.180,2
II TR	2.778,6	2.660,8	1.515,5	564,9	573,3	277,4	175,8	118,8	7,0	117,8	1.307,8	1.190,0
III TR	2.804,9	2.681,3	1.522,4	567,6	581,2	279,3	180,7	119,9	10,1	123,6	1.320,2	1.196,7
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2016	100,0	95,6	54,6	20,6	20,3	9,7	6,2	4,2	0,1	4,4	-	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2016 IV TR	0,6	0,7	0,5	0,3	1,0	1,2	1,6	-0,1	-	-	1,6	1,8
2017 I TR	0,6	0,2	0,5	0,2	-0,1	1,8	1,0	-5,9	-	-	1,3	0,4
II TR	0,7	1,0	0,5	0,3	2,2	0,3	1,5	7,8	-	-	1,0	1,7
III TR	0,6	0,6	0,3	0,2	1,1	0,1	2,9	0,6	-	-	1,2	1,1
<i>tasas de variación interanual</i>												
2014	1,3	1,3	0,8	0,7	1,9	-0,4	4,6	3,8	-	-	4,7	4,9
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,3	7,3	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,3	2,0	1,8	4,5	2,5	5,5	8,3	-	-	3,3	4,7
2016 IV TR	1,9	2,3	1,9	1,6	4,5	2,6	3,4	11,1	-	-	3,8	4,8
2017 I TR	2,1	1,9	1,7	1,0	4,1	3,7	3,9	5,6	-	-	4,8	4,8
II TR	2,4	2,3	1,9	1,1	3,5	4,2	4,3	0,9	-	-	4,5	4,4
III TR	2,6	2,4	1,9	1,1	4,2	3,4	7,2	2,0	-	-	5,2	5,1
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2016 IV TR	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-	-
2017 I TR	0,6	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,5	-	-
II TR	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,2	-	-
III TR	0,6	0,5	0,2	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2014	1,3	1,3	0,5	0,1	0,4	0,0	0,3	0,1	0,3	0,1	-	-
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,1	-0,4	-	-
2016 IV TR	1,9	2,2	1,0	0,3	0,9	0,3	0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-
2017 I TR	2,1	1,8	0,9	0,2	0,8	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,2	-	-
II TR	2,4	2,2	1,1	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	-	-
III TR	2,6	2,3	1,1	0,2	0,9	0,3	0,4	0,1	0,2	0,3	-	-

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	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2014	9.123,0	152,0	1.782,5	461,6	1.720,2	418,4	458,0	1.050,1	980,8	1.777,4	322,0	1.034,6
2015	9.443,2	153,8	1.899,9	468,7	1.782,7	433,1	464,2	1.073,0	1.025,7	1.811,4	330,6	1.072,0
2016	9.680,3	151,4	1.936,5	489,3	1.831,2	451,3	454,0	1.100,2	1.070,7	1.857,6	338,1	1.108,5
2016 IV TR	2.443,5	38,6	489,6	123,8	463,0	114,5	112,2	277,5	270,7	468,6	85,1	282,1
2017 I TR	2.464,6	40,0	490,8	126,1	469,1	114,8	112,5	279,7	275,1	470,9	85,5	283,0
II TR	2.492,1	39,8	498,0	128,0	475,7	116,4	112,5	282,1	278,9	474,4	86,2	286,6
III TR	2.516,6	40,3	504,6	129,5	479,9	117,2	113,0	284,5	282,5	478,1	87,0	288,2
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2016	100,0	1,6	20,0	5,1	18,9	4,7	4,7	11,4	11,1	19,2	3,5	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2016 IV TR	0,6	-1,0	1,2	0,5	0,8	0,8	-0,4	0,3	0,8	0,4	0,2	1,0
2017 I TR	0,7	1,9	0,0	1,5	1,1	1,0	-0,1	0,6	1,5	0,3	0,3	0,4
II TR	0,7	-0,5	1,0	0,7	0,7	1,0	0,5	0,2	0,9	0,5	0,5	0,8
III TR	0,7	-0,2	1,3	0,4	0,6	0,8	0,1	0,5	0,7	0,4	0,6	0,2
<i>tasas de variación interanual</i>												
2014	1,3	1,7	2,7	-1,0	1,7	4,3	-1,9	0,4	2,7	0,5	0,1	1,3
2015	1,9	3,1	4,0	0,4	1,7	3,4	-0,1	0,7	2,8	0,9	1,1	3,4
2016	1,7	-1,3	2,0	1,6	1,9	3,0	0,4	0,9	2,9	1,3	0,9	3,0
2016 IV TR	1,9	-2,7	2,6	1,7	2,1	3,6	-0,2	1,0	2,7	1,6	0,9	2,5
2017 I TR	2,0	0,4	1,8	2,6	2,7	4,4	-0,6	1,2	3,5	1,3	1,0	2,6
II TR	2,4	0,0	3,0	3,2	3,1	4,7	-0,1	1,2	3,1	1,5	1,2	2,8
III TR	2,6	0,2	3,6	3,1	3,3	3,6	0,0	1,6	3,9	1,5	1,6	2,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2016 IV TR	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2017 I TR	0,7	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
II TR	0,7	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
III TR	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2014	1,3	0,0	0,5	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,1	0,8	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2016 IV TR	1,9	0,0	0,5	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017 I TR	2,0	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,3	0,0	-
II TR	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
III TR	2,6	0,0	0,7	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	-

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	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,0	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,1	24,3	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	24,3	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
<i>tasas de variación interanual</i>													
2014	0,6	0,7	0,1	0,1	-0,4	-1,3	0,7	0,7	-0,9	0,2	2,3	1,0	0,7
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,2	0,2	0,0	1,3	1,4	-0,2	1,4	2,8	1,0	0,5
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,5	0,6	-0,2	1,7	2,4	0,0	1,9	2,8	1,3	1,1
2016 IV TR	1,3	1,6	-0,1	0,1	0,6	0,4	1,7	2,6	0,0	2,6	2,8	1,3	0,5
2017 I TR	1,6	1,8	0,2	1,0	0,8	1,5	1,7	3,2	-0,5	1,9	3,2	1,2	1,1
II TR	1,6	2,0	-0,3	0,6	1,1	1,5	1,8	3,4	-0,8	2,0	3,3	1,1	1,8
III TR	1,7	2,0	-0,1	-0,2	1,3	2,2	2,0	3,1	-0,9	2,0	3,2	1,1	2,0
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,8	19,2	4,2	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,2	22,0	6,2
<i>tasas de variación interanual</i>													
2014	0,6	0,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,9	0,4	0,6	-1,0	0,0	2,4	1,2	0,1
2015	1,1	1,4	-0,2	-0,3	0,6	0,6	0,9	2,4	-0,1	1,8	2,9	1,0	0,8
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,4	0,7	-0,1	1,6	1,9	0,6	2,1	2,8	1,0	0,9
2016 IV TR	1,0	1,4	-0,3	-1,1	0,8	0,0	1,3	2,0	0,2	2,4	2,5	0,9	0,1
2017 I TR	1,3	1,7	-0,4	-0,6	1,0	1,6	1,3	2,9	-0,2	2,3	2,9	0,9	1,1
II TR	1,5	1,9	-0,2	-0,5	1,4	1,7	1,7	3,1	-1,4	1,8	2,8	1,0	1,7
III TR	1,8	2,2	0,0	-0,2	1,7	2,4	2,0	2,5	-0,8	2,0	3,1	1,0	2,3
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2014	0,0	0,1	-0,5	-0,4	0,3	0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,3	-0,5
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,3	0,5	-0,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,3
2016	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2016 IV TR	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	0,2	-0,4	-0,4	-0,6	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3
2017 I TR	-0,3	-0,1	-0,6	-1,6	0,2	0,1	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	-0,3	0,0
II TR	-0,1	-0,1	0,1	-1,1	0,3	0,2	0,0	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1
III TR	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,2	0,1	-0,6	0,2	0,0	-0,1	-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		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2016			100,0		81,8		18,2		52,2		47,8			
2014	160,334	4,6	18,635	11,6	6,1	15,212	10,4	3,423	23,8	9,932	11,5	8,703	11,8	1,4
2015	160,600	4,6	17,451	10,9	5,6	14,300	9,8	3,152	22,3	9,260	10,7	8,191	11,0	1,5
2016	161,877	4,3	16,230	10,0	5,0	13,280	9,0	2,951	20,9	8,473	9,7	7,757	10,4	1,7
2016 IV TR	162,300	4,2	15,753	9,7	4,9	12,882	8,7	2,871	20,4	8,241	9,4	7,512	10,0	1,7
2017 I TR	161,635	4,3	15,385	9,5	4,8	12,636	8,5	2,750	19,6	7,977	9,1	7,409	9,9	1,9
II TR	162,214	4,2	14,845	9,1	4,5	12,147	8,2	2,698	19,1	7,698	8,8	7,147	9,5	1,9
III TR	.	.	14,561	9,0	.	11,891	8,0	2,670	18,8	7,554	8,6	7,006	9,3	1,9
2017 May	-	-	14,869	9,2	-	12,162	8,2	2,708	19,2	7,710	8,8	7,159	9,5	-
Jun	-	-	14,689	9,0	-	12,011	8,1	2,678	19,0	7,631	8,7	7,057	9,4	-
Jul	-	-	14,688	9,0	-	12,019	8,1	2,669	18,9	7,615	8,7	7,072	9,4	-
Ago	-	-	14,562	9,0	-	11,887	8,0	2,676	18,8	7,565	8,6	6,997	9,3	-
Sep	-	-	14,432	8,9	-	11,766	7,9	2,666	18,7	7,483	8,5	6,949	9,2	-
Oct	-	-	14,344	8,8	-	11,687	7,9	2,657	18,6	7,456	8,5	6,888	9,2	-

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

	Producción industrial						Producción de la construcción	Índice del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matriculaciones de automóviles
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible	
	1	2	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía							
% del total en 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
<b>tasas de variación interanual</b>													
2014	0,8	1,7	1,1	1,8	2,7	-5,4	2,0	3,1	1,5	0,7	2,5	0,0	3,8
2015	2,1	2,4	1,0	3,6	2,6	0,8	-0,9	3,6	2,7	1,8	3,3	2,3	8,8
2016	1,5	1,6	1,9	1,7	1,2	0,2	2,2	0,3	1,5	1,3	1,7	1,8	7,2
2016 IV TR	2,4	1,8	2,4	1,8	1,3	5,4	2,3	3,2	2,4	1,7	3,1	1,4	4,1
2017 I TR	1,3	1,3	2,2	1,3	-0,6	1,8	1,9	5,5	2,2	1,4	2,8	1,4	4,8
II TR	2,7	2,8	3,9	2,4	1,7	1,7	3,7	6,7	2,9	2,7	3,3	1,3	6,0
III TR	3,7	4,0	4,9	4,6	2,0	0,3	3,0	8,8	2,9	1,8	4,3	0,3	5,5
2017 May	4,1	4,3	4,1	5,5	3,2	1,6	2,9	8,4	2,7	2,1	3,6	-0,1	7,1
Jun	2,9	2,6	4,3	1,5	1,2	4,8	4,3	5,9	3,5	2,7	3,6	4,1	6,5
Jul	3,7	3,8	5,0	4,5	1,1	1,7	2,8	7,3	2,3	1,5	3,6	1,0	4,6
Ago	3,9	4,3	5,3	5,1	2,6	0,1	1,9	9,0	2,3	1,3	3,7	-0,2	6,9
Sep	3,4	3,9	4,6	4,4	2,3	-0,8	3,1	10,2	4,0	2,5	5,7	0,2	5,3
Oct	3,7	4,4	5,0	3,3	5,3	-2,2	.	.	0,4	0,2	0,6	0,3	5,9
<b>tasas de variación intermensual (d.)</b>													
2017 May	1,3	1,5	0,6	2,3	1,4	0,6	-0,1	2,5	0,4	-0,4	0,8	1,2	2,8
Jun	-0,5	-0,8	0,0	-1,9	-0,4	0,9	0,1	-0,4	0,4	0,6	0,3	1,0	-1,8
Jul	0,3	0,5	0,6	1,0	0,5	-1,2	0,0	-0,7	0,0	-0,5	0,3	-0,5	-2,0
Ago	1,5	1,8	1,2	3,4	0,3	0,6	0,0	3,2	-0,2	0,0	0,0	-0,7	2,9
Sep	-0,5	-0,6	-0,5	-1,6	0,2	-0,5	0,1	0,7	0,8	1,0	0,5	-0,5	1,5
Oct	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,2	0,1	.	.	-1,1	-1,3	-1,1	-0,1	-3,0

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

## 3 Actividad económica

### 3.6 Encuestas de opinión (datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)				
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de producción
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-13	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,1	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 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
II TR	110,0	3,3	82,9	-2,7	-5,0	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
III TR	112,1	5,4	83,5	-1,5	-2,2	2,9	14,9	89,9	57,4	58,0	55,3	56,0
2017 Jun	111,1	4,5	-	-1,3	-3,5	4,4	13,3	-	57,4	58,7	55,4	56,3
Jul	111,3	4,5	83,2	-1,7	-1,8	3,9	14,2	90,2	56,6	56,5	55,4	55,7
Ago	111,9	5,0	-	-1,5	-3,3	1,6	15,1	-	57,4	58,3	54,7	55,7
Sep	113,1	6,7	-	-1,2	-1,7	3,0	15,4	-	58,1	59,2	55,8	56,7
Oct	114,1	8,0	83,8	-1,1	0,4	5,5	16,2	89,6	58,5	58,8	55,0	56,0
Nov	114,6	8,2	-	0,1	1,6	4,2	16,3	-	60,1	61,0	56,2	57,5

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)

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta) <sup>1)</sup>	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)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada)			Tasas de variación interanual				Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	12,7	94,4	1,0	1,9	1,3	2,7	1,0	32,5	4,6	132,4	2,9	7,1	1,6
2015	12,3	93,7	1,5	2,2	1,5	3,4	2,5	33,4	6,3	134,3	4,4	4,7	2,4
2016	12,1	93,3	1,9	1,9	5,5	4,3	4,4	33,4	7,7	134,3	3,9	6,2	1,9
2016 III TR	12,2	93,4	1,5	2,2	5,8	4,1	4,0	33,5	7,7	133,6	4,0	6,3	1,9
IV TR	12,1	93,3	1,5	1,9	5,2	4,3	4,4	33,4	7,7	134,3	3,9	6,4	1,9
2017 I TR	12,1	93,0	1,5	1,9	10,8	4,7	4,6	33,5	7,3	133,7	4,4	9,9	2,3
II TR	12,1	93,1	1,4	1,9	5,5	4,9	4,9	33,3	6,7	132,9	4,2	8,6	2,2

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Basada en importes acumulados 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
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 IV TR	946,0	860,8	85,3	548,4	457,9	199,2	193,7	170,0	144,3	28,4	64,8	9,4	9,6
2017 I TR	955,2	871,1	84,1	558,9	479,8	206,1	188,8	163,0	145,9	27,2	56,6	7,4	17,7
II TR	964,4	890,2	74,1	559,1	477,5	208,0	190,8	170,5	151,5	26,8	70,3	7,0	17,2
III TR	969,3	866,4	102,8	566,3	475,4	210,9	188,9	166,2	134,5	25,8	67,5	5,8	4,6
2017 Abr	318,9	297,3	21,6	184,2	158,4	69,3	62,8	56,5	49,6	8,9	26,5	2,0	6,1
May	326,3	297,9	28,4	188,9	162,2	68,6	64,1	59,8	50,8	9,0	20,8	2,1	5,5
Jun	319,2	295,0	24,1	186,0	156,9	70,0	64,0	54,2	51,1	8,9	23,0	2,9	5,6
Jul	319,9	289,3	30,6	185,1	158,7	70,0	62,5	56,3	44,7	8,5	23,5	2,4	1,4
Ago	323,2	288,7	34,5	187,4	158,1	70,0	62,8	56,9	46,5	8,9	21,3	1,7	1,3
Sep	326,1	288,4	37,8	193,8	158,7	70,9	63,6	53,0	43,3	8,4	22,8	1,7	1,9
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2017 Sep	3.834,9	3.488,5	346,4	2.232,7	1.890,7	824,2	762,2	669,7	576,3	108,2	259,3	29,6	49,1
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2017 Sep	34,7	31,6	3,1	20,2	17,1	7,5	6,9	6,1	5,2	1,0	2,3	0,3	0,4

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)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2016 IV TR	2,3	2,5	525,4	245,2	109,4	157,4	440,1	462,7	257,5	75,7	119,7	336,5	50,1
2017 I TR	10,9	13,8	539,5	258,5	110,1	161,1	449,5	485,8	279,3	78,4	120,1	344,3	59,9
II TR	5,3	9,7	545,1	257,1	112,4	163,0	455,5	486,2	275,5	79,5	123,4	352,0	52,1
III TR	6,1	7,6	547,4	.	.	.	458,5	483,2	.	.	.	351,3	.
2017 Abr	-1,7	4,4	180,0	85,5	36,7	53,7	149,7	161,6	92,0	26,9	40,2	116,5	17,9
May	13,7	18,1	184,1	86,9	38,5	55,4	154,5	165,3	93,9	26,7	42,2	119,7	17,6
Jun	4,2	6,7	181,0	84,6	37,3	53,9	151,3	159,3	89,7	25,9	41,0	115,9	16,6
Jul	6,1	8,9	178,9	83,7	36,4	54,2	149,6	160,8	90,1	26,2	40,8	117,1	15,8
Ago	6,8	8,8	183,2	86,2	37,9	55,5	153,9	162,2	91,3	27,0	41,1	119,1	15,9
Sep	5,6	5,1	185,3	.	.	.	155,0	160,2	.	.	.	115,1	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2016 IV TR	1,6	1,0	120,5	118,2	119,4	124,9	120,1	110,1	109,2	108,3	112,0	112,8	104,4
2017 I TR	6,4	3,1	121,1	121,6	119,1	124,5	120,6	110,3	111,3	108,2	110,0	112,3	109,6
II TR	1,5	2,0	122,6	121,5	121,7	125,7	122,1	112,5	112,9	110,3	114,3	115,4	104,4
III TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 Mar	9,2	6,0	122,6	122,7	122,1	126,1	122,5	110,7	111,9	106,5	113,0	112,7	103,6
Abr	-6,0	-5,2	121,2	120,7	118,7	124,5	120,3	110,6	111,3	109,0	111,3	113,5	102,4
May	8,9	9,6	123,6	122,9	124,5	127,2	123,7	114,7	115,1	112,7	116,8	117,8	104,8
Jun	1,8	1,6	123,0	121,0	122,0	125,5	122,4	112,2	112,3	109,1	114,8	114,8	106,0
Jul	3,6	3,4	121,5	119,5	118,3	126,5	120,9	113,2	113,1	109,9	113,6	115,6	101,3
Ago	4,8	4,8	124,8	123,0	124,7	130,1	124,9	115,3	115,2	116,7	114,9	119,4	98,8

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)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total, excluidos energía y alimentos											
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 IV TR	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	-0,3	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2017 I TR	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,7	0,3	2,0	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
II TR	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,7	-1,2	0,1	-1,4	0,6	1,6	1,3
III TR	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,6	0,4	0,1	-0,9	0,4	1,5	1,1
2017 Jun	102,0	1,3	1,1	1,0	1,6	0,0	0,2	-0,4	0,1	-0,9	0,3	1,3	1,3
Jul	101,4	1,3	1,2	1,1	1,6	0,1	0,2	0,3	0,0	-0,7	0,2	1,3	1,1
Ago	101,7	1,5	1,2	1,4	1,6	0,2	0,2	0,6	0,0	0,7	0,1	1,6	1,1
Sep	102,1	1,5	1,1	1,6	1,5	0,1	0,1	0,1	0,0	1,0	0,0	1,6	1,0
Oct	102,2	1,4	0,9	1,5	1,2	0,0	0,1	0,8	0,0	0,7	-0,2	1,4	1,1
Nov <sup>3)</sup>	102,3	1,5	0,9	.	1,2	0,2	0,2	0,0	0,0	1,5	0,0	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alquileres					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% del total en 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 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
II TR	1,5	1,4	1,6	1,5	0,3	4,6	1,3	1,3	2,6	-1,4	2,3	0,8
III TR	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8
2017 Jun	1,4	1,6	1,0	0,8	0,4	1,9	1,3	1,3	2,4	-1,6	2,4	0,9
Jul	1,4	1,9	0,6	0,9	0,5	2,2	1,3	1,2	2,2	-1,8	2,5	0,8
Ago	1,4	2,0	0,6	1,4	0,5	4,0	1,3	1,2	2,5	-1,9	2,4	0,8
Sep	1,9	2,0	1,5	1,4	0,5	3,9	1,3	1,2	2,1	-1,8	2,4	0,9
Oct	2,3	2,1	2,8	1,1	0,4	3,0	1,3	1,2	1,5	-1,8	2,1	0,4
Nov <sup>3)</sup>	2,2	2,1	2,4	.	0,4	4,7	.	.	.	.	.	.

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	Alimen- tación, bebidas y tabaco	No ali- men- tación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
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	1,6
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,2	0,2	1,6	3,8
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,2	5,7
2016 IV TR	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4	1,2	3,7	5,5
2017 I TR	104,7	4,1	4,0	2,1	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	9,9	1,9	3,8	.
II TR	104,2	3,3	3,1	2,4	3,5	0,9	2,4	3,5	0,2	5,7	1,9	4,0	.
III TR	104,4	2,4	2,6	2,1	3,0	1,0	2,2	3,2	0,3	3,2	1,9	.	.
2017 May	104,2	3,4	3,1	2,4	3,6	0,9	2,3	3,6	0,2	5,7	-	-	-
Jun	104,0	2,4	2,1	2,2	3,0	0,9	2,4	3,5	0,3	2,5	-	-	-
Jul	104,0	2,0	2,2	2,0	2,7	1,0	2,2	3,2	0,2	1,9	-	-	-
Ago	104,3	2,5	2,7	2,2	2,9	1,0	2,2	3,2	0,3	3,4	-	-	-
Sep	104,8	2,8	2,9	2,2	3,3	1,0	2,2	3,1	0,3	4,3	-	-	-
Oct	105,2	2,5	2,5	2,3	3,5	0,9	1,8	2,4	0,2	3,1	-	-	-

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 [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) para más información).

### 4.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB							Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exporta- ciones <sup>1)</sup>		Importa- ciones <sup>1)</sup>	Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>					
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>		
										Total	Ali- men- tación	No alimen- tación	Total	Ali- men- tación	No alimen- tación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2014	104,5	0,9	0,6	0,5	0,9	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,3	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,3	0,5	0,8	-1,5	-2,5	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 IV TR	107,2	0,7	0,9	0,7	0,7	0,9	-0,2	0,2	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 I TR	107,4	0,7	1,5	1,5	1,0	1,3	2,5	4,5	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
II TR	107,8	1,1	1,4	1,4	1,0	1,3	2,3	3,2	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
III TR	108,2	1,3	1,4	1,3	1,0	1,3	1,7	1,8	44,0	1,7	-7,4	11,9	2,4	-5,8	13,0
2017 Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	41,7	2,3	-7,1	13,7	3,2	-4,8	15,1
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	42,2	1,0	-6,1	8,9	2,0	-4,4	10,1
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	43,5	1,1	-9,0	12,3	1,0	-8,1	13,1
Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	46,3	3,1	-7,2	14,7	4,1	-4,8	15,8
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	2,5	-6,2	12,0	5,2	-1,2	13,2
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-2,6	-8,5	3,4	0,2	-3,8	4,9

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

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

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

## 4 Precios y costes

### 4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-13	4,7	-	-	-2,0	34,7	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,1	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,2	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 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
II TR	7,8	4,2	5,9	1,8	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
III TR	8,7	4,9	6,8	3,2	10,5	60,4	55,7	54,4	51,4
2017 Jun	7,1	3,4	5,8	3,6	11,7	58,4	55,3	54,3	50,9
Jul	7,5	4,4	6,2	5,3	10,1	57,8	55,2	53,7	51,0
Ago	8,1	4,0	6,4	0,1	9,9	59,4	55,6	54,3	51,3
Sep	10,5	6,1	8,0	4,3	11,5	64,0	56,3	55,2	51,8
Oct	8,7	8,4	8,6	7,8	13,0	66,4	56,7	55,8	52,1
Nov	11,1	7,5	8,2	7,9	14,7	69,4	56,9	56,8	52,1

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

### 4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados <sup>1)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2014	102,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,5	1,4
2016 IV TR	112,3	1,6	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4
2017 I TR	100,4	1,4	1,3	1,6	1,3	1,6	1,6
II TR	111,1	1,7	2,1	0,8	1,9	1,5	1,4
III TR	.	.	.	.	.	.	1,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) para más información).



## 4 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costes laborales unitarios</b>												
2014	104,4	0,7	-1,4	-1,0	1,3	0,3	-1,4	3,0	1,7	1,3	1,6	1,6
2015	104,8	0,4	-3,3	-1,8	0,5	1,2	0,9	0,6	2,0	1,6	1,3	1,4
2016	105,6	0,8	1,3	0,0	-0,3	1,3	0,0	1,7	4,3	0,7	1,2	1,7
2016 IV TR	106,1	0,8	3,6	-0,4	0,0	1,2	-0,3	2,3	4,9	0,9	1,1	1,6
2017 I TR	106,3	1,0	0,5	0,6	0,3	0,5	-0,4	1,9	4,3	1,8	1,4	1,6
II TR	106,5	0,9	1,3	-0,1	0,6	0,1	0,4	1,1	5,6	2,6	1,4	1,9
III TR	106,7	0,9	0,9	-0,5	1,0	0,6	1,6	0,1	3,6	2,1	1,1	1,2
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2014	106,6	1,4	0,2	2,1	1,6	1,2	2,2	2,0	1,9	1,7	1,1	1,0
2015	108,1	1,4	0,8	1,9	0,9	1,6	2,8	0,7	1,4	1,6	1,2	2,0
2016	109,5	1,3	0,5	1,4	1,5	1,5	0,7	2,2	3,3	0,8	1,2	1,5
2016 IV TR	110,3	1,4	0,7	1,6	1,3	1,6	0,7	2,1	3,4	0,9	1,4	2,0
2017 I TR	110,7	1,5	-0,2	1,6	1,4	1,4	0,8	1,8	3,6	2,1	1,6	1,6
II TR	111,1	1,7	0,7	1,7	2,3	1,4	1,6	1,7	4,8	2,4	1,8	1,4
III TR	111,6	1,7	1,3	1,8	1,9	1,9	2,1	1,1	3,1	2,8	1,6	0,7
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada</b>												
2014	102,1	0,7	1,7	3,1	0,3	0,9	3,6	-0,9	0,2	0,4	-0,5	-0,6
2015	103,2	1,1	4,3	3,7	0,4	0,4	1,9	0,1	-0,7	0,1	-0,1	0,5
2016	103,7	0,5	-0,8	1,4	1,8	0,2	0,6	0,4	-0,9	0,1	0,0	-0,2
2016 IV TR	104,0	0,6	-2,8	2,0	1,3	0,4	1,0	-0,2	-1,5	-0,1	0,3	0,4
2017 I TR	104,1	0,5	-0,7	0,9	1,1	0,9	1,2	-0,1	-0,6	0,3	0,1	-0,1
II TR	104,3	0,7	-0,6	1,9	1,7	1,3	1,2	0,6	-0,8	-0,2	0,3	-0,6
III TR	104,6	0,8	0,4	2,3	0,9	1,3	0,5	0,9	-0,4	0,6	0,4	-0,4
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2014	108,5	1,3	1,1	1,7	1,1	1,4	2,0	1,7	1,3	0,8	1,4	1,4
2015	109,9	1,3	0,7	1,5	0,3	1,6	1,8	0,7	0,6	1,2	1,3	1,8
2016	111,4	1,3	-0,1	1,3	1,5	1,5	1,0	1,7	3,4	0,7	1,5	1,7
2016 IV TR	112,2	1,6	1,3	1,4	1,6	1,9	1,3	2,1	4,2	1,0	1,8	2,4
2017 I TR	112,5	1,6	0,3	1,4	1,1	1,6	0,9	1,5	3,6	2,1	1,9	1,6
II TR	112,9	1,7	1,9	1,4	2,0	1,5	1,9	2,4	5,2	2,5	1,9	1,2
III TR	113,3	1,5	0,4	1,3	1,3	1,7	2,3	0,9	3,2	2,7	1,7	0,1
<b>Productividad del trabajo por hora</b>												
2014	104,2	0,8	2,0	2,8	-0,1	1,3	3,7	-0,9	0,5	0,3	-0,8	-0,1
2015	105,2	1,0	3,4	3,4	-0,2	0,8	0,9	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,2
2016	105,8	0,6	-0,9	1,3	1,6	0,3	1,0	-0,2	-1,2	0,1	0,3	0,0
2016 IV TR	106,2	0,9	-1,7	1,8	1,7	0,8	1,6	-0,4	-1,4	0,2	0,7	0,7
2017 I TR	106,2	0,7	0,9	0,8	1,0	1,4	1,5	-0,4	-1,1	0,6	0,4	-0,1
II TR	106,5	0,9	0,5	1,6	1,5	1,4	1,6	1,3	-0,6	0,2	0,5	-0,5
III TR	106,6	0,8	0,4	1,8	0,7	1,2	1,0	0,8	-0,4	0,7	0,5	-0,7

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											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	M3-M2					
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales		Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años				
1	2	3	4	5	6	8	9	10	11			
<b>Saldos vivos</b>												
2014	970,1	4.975,6	5.945,7	1.585,7	2.147,6	3.733,2	9.678,9	120,8	430,0	110,1	660,9	10.339,8
2015	1.037,7	5.575,8	6.613,5	1.444,1	2.159,7	3.603,8	10.217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10.852,4
2016	1.075,1	6.128,3	7.203,4	1.328,6	2.175,7	3.504,3	10.707,7	70,4	523,2	95,7	689,2	11.396,9
2016 IV TR	1.075,1	6.128,3	7.203,4	1.328,6	2.175,7	3.504,3	10.707,7	70,4	523,2	95,7	689,2	11.396,9
2017 I TR	1.087,2	6.292,0	7.379,1	1.304,7	2.181,3	3.486,0	10.865,2	74,4	531,6	100,2	706,2	11.571,3
II TR	1.094,9	6.424,8	7.519,7	1.258,0	2.194,2	3.452,2	10.971,9	68,2	513,7	80,1	662,1	11.634,0
III TR	1.103,9	6.573,9	7.677,8	1.222,4	2.208,2	3.430,5	11.108,3	66,6	530,8	80,1	677,5	11.785,8
2017 May	1.092,5	6.374,4	7.466,9	1.267,6	2.190,1	3.457,7	10.924,6	71,9	519,6	83,3	674,8	11.599,4
Jun	1.094,9	6.424,8	7.519,7	1.258,0	2.194,2	3.452,2	10.971,9	68,2	513,7	80,1	662,1	11.634,0
Jul	1.095,0	6.468,2	7.563,2	1.245,9	2.200,4	3.446,3	11.009,5	66,3	518,2	79,9	664,4	11.673,9
Ago	1.099,6	6.528,0	7.627,6	1.239,0	2.205,0	3.444,0	11.071,6	70,5	521,0	76,9	668,4	11.740,0
Sep	1.103,9	6.573,9	7.677,8	1.222,4	2.208,2	3.430,5	11.108,3	66,6	530,8	80,1	677,5	11.785,8
Oct <sup>(p)</sup>	1.110,0	6.591,1	7.701,2	1.216,1	2.215,4	3.431,5	11.132,7	73,1	529,0	69,3	671,3	11.804,0
<b>Operaciones</b>												
2014	59,6	376,6	436,2	-88,4	3,7	-84,7	351,5	3,8	11,8	12,8	28,3	379,8
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-25,0	486,1
2016	37,5	542,0	579,5	-105,8	16,0	-89,8	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,9	539,5
2016 IV TR	8,2	171,4	179,6	-53,4	4,0	-49,4	130,2	-7,6	20,6	3,2	16,2	146,4
2017 I TR	12,1	166,4	178,5	-21,5	5,5	-16,0	162,5	4,1	8,5	4,0	16,5	179,0
II TR	7,8	152,4	160,2	-37,1	12,5	-24,6	135,5	-5,6	-17,5	-18,4	-41,5	94,0
III TR	9,0	157,8	166,8	-32,7	10,8	-22,0	144,8	-1,1	17,0	-0,2	15,7	160,6
2017 May	1,4	48,0	49,4	-9,2	5,1	-4,0	45,4	-0,1	0,1	0,6	0,6	46,0
Jun	2,5	54,2	56,7	-8,6	4,2	-4,5	52,2	-3,5	-5,7	-0,5	-9,7	42,5
Jul	0,1	49,5	49,6	-10,0	3,0	-7,0	42,6	-1,6	4,3	1,5	4,2	46,8
Ago	4,6	63,3	67,9	-5,9	4,6	-1,3	66,5	4,5	2,8	-5,5	1,8	68,4
Sep	4,3	45,1	49,3	-16,8	3,2	-13,6	35,7	-3,9	9,9	3,7	9,7	45,4
Oct <sup>(p)</sup>	6,2	14,3	20,5	-7,3	7,2	-0,1	20,4	6,4	-1,9	-13,0	-8,5	11,9
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2014	6,5	8,4	8,1	-5,2	0,2	-2,2	3,8	3,1	2,8	18,5	4,6	3,9
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,6	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2016 IV TR	3,6	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017 I TR	3,7	9,9	8,9	-7,6	0,8	-2,5	5,0	-14,5	12,9	3,9	7,9	5,1
II TR	3,8	10,5	9,5	-9,4	1,1	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-14,0	-0,6	4,9
III TR	3,5	10,9	9,8	-10,5	1,5	-3,2	5,4	-13,2	5,7	-12,9	1,0	5,2
2017 May	3,9	10,1	9,2	-8,5	1,0	-2,8	5,1	-17,1	7,1	-9,1	1,7	4,9
Jun	3,8	10,5	9,5	-9,4	1,1	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-14,0	-0,6	4,9
Jul	3,4	10,2	9,2	-9,9	1,2	-3,2	5,0	-18,5	4,3	-17,6	-1,7	4,6
Ago	3,5	10,6	9,5	-9,2	1,4	-2,7	5,4	-11,3	6,2	-24,0	-0,4	5,0
Sep	3,5	10,9	9,8	-10,5	1,5	-3,2	5,4	-13,2	5,7	-12,9	1,0	5,2
Oct <sup>(p)</sup>	3,5	10,5	9,4	-9,9	1,8	-2,7	5,4	-0,4	3,7	-26,2	-0,7	5,0

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>					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2014	1.864,7	1.366,5	366,5	112,6	19,1	5.556,2	2.749,7	811,9	1.991,5	3,1	851,0	223,4	334,4
2015	1.953,2	1.503,9	323,6	117,4	8,3	5.750,7	3.060,7	695,0	1.992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2.079,0	1.656,1	296,1	118,2	8,4	6.052,6	3.401,2	643,8	2.005,7	1,9	990,1	198,2	383,2
2016 IV TR	2.079,0	1.656,1	296,1	118,2	8,4	6.052,6	3.401,2	643,8	2.005,7	1,9	990,1	198,2	383,2
2017 I TR	2.159,7	1.734,4	301,3	117,6	6,5	6.135,9	3.498,1	620,5	2.014,7	2,6	973,0	191,5	392,3
II TR	2.187,9	1.769,1	293,5	118,9	6,4	6.187,6	3.560,6	599,2	2.025,5	2,3	970,1	196,5	403,1
III TR	2.218,1	1.806,7	285,9	120,1	5,3	6.255,3	3.635,2	582,0	2.036,2	2,0	977,4	201,0	419,2
2017 May	2.174,1	1.755,0	294,1	118,8	6,2	6.171,9	3.540,9	605,8	2.022,6	2,6	961,7	196,1	400,2
Jun	2.187,9	1.769,1	293,5	118,9	6,4	6.187,6	3.560,6	599,2	2.025,5	2,3	970,1	196,5	403,1
Jul	2.193,0	1.777,7	289,8	119,4	6,1	6.205,3	3.578,7	593,1	2.031,3	2,1	978,3	194,8	409,4
Ago	2.205,8	1.793,1	286,9	120,0	5,7	6.231,9	3.607,3	588,4	2.034,2	2,0	988,5	199,2	417,1
Sep	2.218,1	1.806,7	285,9	120,1	5,3	6.255,3	3.635,2	582,0	2.036,2	2,0	977,4	201,0	419,2
Oct <sup>(a)</sup>	2.228,6	1.822,0	280,4	120,8	5,4	6.293,0	3.674,6	574,1	2.042,2	2,2	950,8	202,6	420,6
<b>Operaciones</b>													
2014	68,9	90,9	-26,2	1,4	2,7	140,7	208,8	-65,1	-1,2	-1,8	56,8	7,0	22,3
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	127,9	151,8	-24,3	0,2	0,2	299,9	333,6	-46,5	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2016 IV TR	9,8	30,6	-18,9	-1,0	-0,8	70,7	90,4	-23,4	4,6	-0,7	43,1	-7,9	-1,4
2017 I TR	83,7	79,7	6,5	-0,7	-1,9	83,5	97,4	-23,6	8,9	0,7	-15,5	-6,4	9,2
II TR	37,7	40,8	-4,8	1,7	0,0	54,9	65,7	-20,4	10,0	-0,3	13,6	5,3	10,6
III TR	35,2	41,0	-6,0	1,3	-1,1	66,0	75,5	-16,8	7,6	-0,3	12,8	4,8	16,1
2017 May	16,4	15,7	-0,1	1,4	-0,6	19,0	22,0	-6,1	3,7	-0,5	8,7	-2,6	2,3
Jun	15,8	15,3	-0,2	0,5	0,2	16,4	20,6	-6,4	2,5	-0,3	10,7	0,3	2,9
Jul	8,9	11,5	-2,8	0,5	-0,3	15,5	18,7	-5,7	2,7	-0,2	11,5	-1,5	6,4
Ago	14,5	16,6	-2,4	0,6	-0,4	27,0	28,9	-4,7	2,9	0,0	12,6	4,6	7,7
Sep	11,8	12,9	-0,9	0,2	-0,5	23,4	27,9	-6,4	2,0	-0,1	-11,4	1,7	2,0
Oct <sup>(a)</sup>	8,8	13,9	-6,0	0,7	0,2	37,2	39,0	-8,0	6,0	0,2	-28,2	1,6	1,3
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2014	4,0	7,6	-6,5	1,3	15,3	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-36,3	7,1	3,7	7,4
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,6	10,1	-7,6	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,9	3,2	-13,0	5,1
2016 IV TR	6,6	10,1	-7,6	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,9	3,2	-13,0	5,1
2017 I TR	7,8	11,4	-5,5	-0,3	-32,6	5,3	11,4	-10,1	1,0	1,6	1,4	-13,0	4,2
II TR	8,1	11,2	-4,3	0,4	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
III TR	8,1	11,8	-7,4	1,1	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
2017 May	7,4	10,7	-5,8	0,5	-22,3	5,1	11,1	-11,7	1,3	-24,3	2,7	-9,5	5,2
Jun	8,1	11,2	-4,3	0,4	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
Jul	7,6	10,7	-5,4	1,1	-25,2	4,5	10,1	-12,6	1,4	-29,9	4,4	-9,3	6,6
Ago	8,1	11,3	-5,1	1,6	-32,2	4,5	9,9	-12,4	1,5	-28,8	6,4	-5,9	8,7
Sep	8,1	11,8	-7,4	1,1	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
Oct <sup>(a)</sup>	8,3	11,8	-7,2	1,7	-21,7	4,8	10,1	-12,9	1,8	-21,7	4,7	-1,5	7,6

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	Préstamos ajustados <sup>2)</sup>	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	
<b>Saldos vivos</b>												
2014	3.613,5	1.136,1	2.475,2	12.509,1	10.454,5	10.724,6	4.317,2	5.201,5	806,6	129,2	1.282,2	772,5
2015	3.901,3	1.113,5	2.785,4	12.599,8	10.509,6	10.805,0	4.290,2	5.308,7	787,1	123,8	1.307,8	782,4
2016	4.393,6	1.083,3	3.297,1	12.839,2	10.669,8	10.977,6	4.312,7	5.409,7	834,6	112,7	1.385,4	784,0
2016 IV TR	4.393,6	1.083,3	3.297,1	12.839,2	10.669,8	10.977,6	4.312,7	5.409,7	834,6	112,7	1.385,4	784,0
2017 I TR	4.434,5	1.071,6	3.348,8	12.967,5	10.751,7	11.045,5	4.332,0	5.456,6	850,3	112,9	1.423,2	792,6
II TR	4.463,9	1.064,5	3.385,2	12.963,9	10.729,7	11.046,9	4.299,9	5.485,1	832,1	112,7	1.437,8	796,3
III TR	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.016,4	10.783,7	11.101,9	4.303,0	5.524,1	844,8	111,9	1.438,8	793,9
2017 May	4.475,9	1.066,4	3.395,1	12.977,5	10.747,8	11.060,1	4.338,9	5.472,8	824,5	111,6	1.437,6	792,1
Jun	4.463,9	1.064,5	3.385,2	12.963,9	10.729,7	11.046,9	4.299,9	5.485,1	832,1	112,7	1.437,8	796,3
Jul	4.496,7	1.058,1	3.424,3	12.985,3	10.735,4	11.070,2	4.303,5	5.485,5	832,2	114,2	1.455,2	794,7
Ago	4.541,5	1.057,1	3.470,0	12.991,9	10.761,2	11.083,5	4.304,1	5.507,1	835,4	114,7	1.440,5	790,2
Sep	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.016,4	10.783,7	11.101,9	4.303,0	5.524,1	844,8	111,9	1.438,8	793,9
Oct <sup>(p)</sup>	4.557,9	1.044,8	3.499,3	13.070,6	10.837,4	11.154,3	4.330,0	5.534,4	860,9	112,1	1.433,0	800,2
<b>Operaciones</b>												
2014	73,3	16,7	56,6	-99,8	-47,0	-32,8	-60,6	-14,6	16,3	11,8	-89,7	36,9
2015	295,3	-21,0	316,0	83,0	55,9	77,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5
2016	488,3	-34,6	522,8	316,4	233,6	258,0	81,7	119,5	43,6	-11,1	78,7	4,1
2016 IV TR	152,6	-17,2	170,0	80,6	60,3	68,3	15,4	37,5	4,7	2,7	18,2	2,0
2017 I TR	77,4	-11,1	88,0	143,3	96,4	86,4	26,5	49,1	20,6	0,2	36,7	10,1
II TR	34,6	-5,2	39,8	57,3	26,1	48,3	-1,1	37,8	-10,5	0,0	19,4	11,8
III TR	88,7	-10,8	99,6	77,8	79,5	86,6	21,4	44,0	14,7	-0,7	2,1	-3,9
2017 May	16,9	-3,2	20,0	29,3	15,2	24,5	8,5	9,3	-0,4	-2,2	13,9	0,2
Jun	-8,5	-2,5	-5,8	28,3	11,6	15,8	-16,7	17,0	10,2	1,1	4,4	12,3
Jul	32,9	-6,0	38,8	34,1	18,2	37,0	11,7	1,6	3,4	1,5	18,1	-2,2
Ago	39,3	-1,3	40,5	18,5	34,2	22,4	5,3	23,7	4,7	0,6	-14,4	-1,2
Sep	16,5	-3,5	20,3	25,1	27,2	27,1	4,5	18,7	6,7	-2,8	-1,5	-0,5
Oct <sup>(p)</sup>	3,0	-5,7	8,9	47,5	53,3	53,3	27,2	11,1	14,8	0,2	-8,7	2,8
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,7	11,9	-6,6	4,6
2015	8,2	-1,8	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,0	0,5
2016 IV TR	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,0	0,5
2017 I TR	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	4,8	3,6	8,2	4,7
II TR	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,7	8,4	7,2	6,4
III TR	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6
2017 May	9,6	-4,8	15,0	2,9	2,2	2,7	1,6	2,7	2,3	0,3	8,1	3,9
Jun	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,7	8,4	7,2	6,4
Jul	7,7	-4,1	11,9	3,0	2,2	2,6	1,2	2,9	3,4	3,6	7,5	5,6
Ago	8,4	-3,9	12,9	2,8	2,4	2,6	1,4	3,1	3,5	4,0	6,0	2,6
Sep	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6
Oct <sup>(p)</sup>	7,4	-4,2	11,5	2,9	2,7	2,9	1,7	3,2	4,7	-1,6	4,4	2,8

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 centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*) 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	Otras finalidades
	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>					Préstamos ajustados <sup>4)</sup>				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2014	4.317,2	4.269,8	1.112,3	724,5	2.480,4	5.201,5	5.546,5	563,0	3.861,7	776,9
2015	4.290,2	4.272,8	1.043,1	761,8	2.485,2	5.308,7	5.641,5	595,4	3.949,4	763,9
2016	4.312,7	4.312,2	1.001,2	797,8	2.513,6	5.409,7	5.726,4	615,2	4.046,2	748,4
2016 IV TR	4.312,7	4.312,2	1.001,2	797,8	2.513,6	5.409,7	5.726,4	615,2	4.046,2	748,4
2017 I TR	4.332,0	4.333,1	1.005,1	802,6	2.524,3	5.456,6	5.767,6	626,4	4.085,7	744,5
II TR	4.299,9	4.314,1	988,8	798,6	2.512,5	5.485,1	5.797,5	635,0	4.112,9	737,1
III TR	4.303,0	4.324,3	976,4	812,4	2.514,2	5.524,1	5.828,8	644,4	4.148,7	730,9
2017 May	4.338,9	4.345,7	1.000,4	804,3	2.534,2	5.472,8	5.790,8	634,8	4.097,0	741,0
Jun	4.299,9	4.314,1	988,8	798,6	2.512,5	5.485,1	5.797,5	635,0	4.112,9	737,1
Jul	4.303,5	4.325,6	984,4	802,7	2.516,4	5.485,5	5.809,1	639,4	4.112,0	734,0
Ago	4.304,1	4.325,9	980,9	804,9	2.518,2	5.507,1	5.818,8	642,5	4.132,0	732,6
Sep	4.303,0	4.324,3	976,4	812,4	2.514,2	5.524,1	5.828,8	644,4	4.148,7	730,9
Oct <sup>(p)</sup>	4.330,0	4.350,7	990,7	816,4	2.522,9	5.534,4	5.840,2	647,2	4.156,6	730,7
<b>Operaciones</b>										
2014	-60,6	-67,1	-14,1	2,5	-49,0	-14,6	6,0	-3,0	-2,9	-8,6
2015	-15,0	23,7	-62,1	31,9	15,2	98,5	77,0	21,8	80,2	-3,5
2016	81,7	98,6	-17,3	44,3	54,7	119,5	114,3	23,5	105,2	-9,2
2016 IV TR	15,4	29,7	-10,6	7,7	18,2	37,5	33,1	9,0	32,2	-3,7
2017 I TR	26,5	31,4	6,2	6,4	14,0	49,1	43,4	11,1	38,9	-0,8
II TR	-1,1	10,1	-2,8	2,1	-0,4	37,8	40,2	10,5	27,9	-0,6
III TR	21,4	33,4	-6,1	17,1	10,4	44,0	35,9	10,9	36,7	-3,6
2017 May	8,5	9,2	4,4	1,1	3,1	9,3	15,5	6,5	2,3	0,5
Jun	-16,7	-9,7	-3,9	-2,3	-10,4	17,0	11,7	1,5	15,6	-0,1
Jul	11,7	20,5	-1,1	5,8	7,0	1,6	12,7	4,8	-0,6	-2,6
Ago	5,3	5,3	-1,5	3,4	3,4	23,7	11,9	3,6	20,4	-0,3
Sep	4,5	7,5	-3,4	8,0	0,0	18,7	11,3	2,5	16,9	-0,7
Oct <sup>(p)</sup>	27,2	27,6	14,2	4,3	8,7	11,1	12,5	3,1	7,9	0,1
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,6	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2016 IV TR	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017 I TR	1,7	2,4	-2,7	4,9	2,6	2,5	2,4	4,5	2,9	-1,2
II TR	1,2	2,0	-2,6	3,8	2,0	3,0	2,6	6,0	3,3	-1,1
III TR	1,5	2,4	-1,3	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,2
2017 May	1,6	2,5	-2,6	4,9	2,3	2,7	2,6	6,3	2,9	-1,0
Jun	1,2	2,0	-2,6	3,8	2,0	3,0	2,6	6,0	3,3	-1,1
Jul	1,2	2,3	-2,2	3,7	1,8	2,9	2,6	6,7	3,1	-1,4
Ago	1,4	2,4	-1,8	3,8	1,9	3,1	2,7	6,7	3,3	-1,3
Sep	1,5	2,4	-1,3	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,2
Oct <sup>(p)</sup>	1,7	2,9	-0,8	4,5	1,9	3,2	2,7	6,7	3,4	-1,0

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 centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*) 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)

	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Tenencias de la Administración Central <sup>2)</sup>	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Activos exteriores netos	Otros		
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas		Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Saldos vivos</b>										
2014	269,6	7.132,9	2.186,3	92,4	2.392,6	2.461,5	1.386,3	233,4	184,5	139,7
2015	284,7	6.999,1	2.119,4	80,0	2.255,8	2.543,9	1.350,6	284,5	205,9	135,6
2016	314,4	6.923,8	2.054,1	70,9	2.146,7	2.652,2	1.136,9	265,4	205,9	121,6
2016 IV TR	314,4	6.923,8	2.054,1	70,9	2.146,7	2.652,2	1.136,9	265,4	205,9	121,6
2017 I TR	308,2	6.881,1	2.031,7	69,3	2.106,5	2.673,6	1.104,0	254,7	183,1	111,8
II TR	305,7	6.766,4	2.002,0	66,8	2.066,4	2.631,2	1.030,0	248,3	154,2	109,7
III TR	365,3	6.700,4	1.977,1	61,5	2.016,2	2.645,7	1.023,9	262,9	140,6	85,4
2017 May	315,5	6.832,1	2.014,7	66,9	2.080,8	2.669,7	1.047,4	246,2	162,4	104,3
Jun	305,7	6.766,4	2.002,0	66,8	2.066,4	2.631,2	1.030,0	248,3	154,2	109,7
Jul	324,7	6.722,5	1.991,0	63,3	2.052,9	2.615,3	1.042,3	196,8	128,1	76,4
Ago	348,3	6.726,5	1.982,2	62,5	2.036,2	2.645,7	1.029,5	252,0	124,4	69,0
Sep	365,3	6.700,4	1.977,1	61,5	2.016,2	2.645,7	1.023,9	262,9	140,6	85,4
Oct <sup>(a)</sup>	341,7	6.697,9	1.961,3	60,8	2.013,3	2.662,5	968,3	246,8	154,2	109,5
<b>Operaciones</b>										
2014	-3,2	-170,8	-120,8	2,1	-160,1	108,0	238,5	-6,2	0,7	17,8
2015	8,9	-216,1	-106,3	-13,5	-215,4	119,0	-86,0	-13,3	21,4	-4,0
2016	26,7	-110,2	-70,2	-9,1	-110,5	79,6	-276,2	-72,5	12,8	-12,0
2016 IV TR	12,1	-6,1	-20,2	-2,2	-12,0	28,3	-42,9	-38,0	-0,2	-7,5
2017 I TR	-7,5	-16,2	-16,3	-1,5	-27,3	28,9	-33,6	-31,9	-21,6	-9,1
II TR	-2,6	-10,0	-22,1	-2,4	-2,6	17,1	-15,1	4,6	-28,9	-2,1
III TR	65,0	-17,4	-22,0	-2,9	-29,7	37,2	24,3	17,5	-13,6	-24,3
2017 May	-15,3	9,2	-6,0	-2,4	9,4	8,1	-19,7	13,5	-13,0	0,6
Jun	-9,9	-10,2	-8,9	-0,1	-4,5	3,3	6,6	-3,8	-8,2	5,4
Jul	19,1	-5,6	-8,9	-1,1	0,1	4,3	31,6	-38,4	-26,0	-33,3
Ago	23,5	-0,2	-7,8	-0,8	-9,2	17,5	-13,6	47,5	-3,7	-7,5
Sep	22,4	-11,5	-5,3	-1,0	-20,6	15,4	6,3	8,3	16,2	16,5
Oct <sup>(a)</sup>	-23,5	-13,9	-16,6	-0,7	-8,9	12,3	-63,3	-12,8	13,6	24,0
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2014	-1,4	-2,3	-5,1	2,3	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,8	4,8	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	3,0	-	-	6,3	-9,0
2016 IV TR	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	3,0	-	-	6,3	-9,0
2017 I TR	-4,3	-1,1	-3,9	-10,1	-4,5	4,4	-	-	-20,8	-25,3
II TR	-7,7	-1,1	-3,9	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
III TR	22,1	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
2017 May	3,9	-1,2	-4,3	-11,6	-3,9	3,9	-	-	-23,4	-23,6
Jun	-7,7	-1,1	-3,9	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
Jul	-2,4	-0,8	-4,0	-11,5	-2,8	3,5	-	-	-35,6	-39,5
Ago	9,0	-0,8	-4,1	-11,8	-2,9	3,9	-	-	-38,2	-48,0
Sep	22,1	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
Oct <sup>(a)</sup>	8,6	-1,0	-4,6	-12,6	-3,6	4,1	-	-	-19,6	-17,6

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	6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-2,0	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2016 III TR	-1,8	.	.	.	.	0,5
IV TR	-1,5	.	.	.	.	0,6
2017 I TR	-1,3	.	.	.	.	0,8
II TR	-1,3	.	.	.	.	0,9

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						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,8	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,2
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,1	5,2	2,4	22,7	3,9
2016	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2016 III TR	46,1	45,6	12,5	13,0	15,3	0,5	47,9	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,8
IV TR	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2017 I TR	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,4	43,9	9,9	5,1	2,2	22,7	3,5
II TR	46,1	45,7	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,9	9,9	5,1	2,1	22,7	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 depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	45,4	26,4	45,9	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	91,8	2,7	17,1	72,0	44,1	25,8	47,7	10,0	81,9	18,8	31,8	41,2	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,1	71,0	44,3	27,3	45,6	9,3	80,7	17,6	31,2	41,1	87,9	2,1
2016	88,9	2,7	15,4	70,8	46,2	30,7	42,7	8,9	80,0	17,1	29,8	41,9	86,9	2,1
2016 III TR	89,7	2,7	15,6	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	88,9	2,7	15,4	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 I TR	89,2	2,6	15,1	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	89,1	2,7	14,8	71,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 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 financiación
			Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros		
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	1,9	0,2	-0,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,3	1,9	2,6
2014	0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,4
2015	-1,9	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,8	1,3
2016	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6
2016 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	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6
2017 I TR	-1,7	-0,8	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	1,0
II TR	-1,7	-0,9	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,8

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 los 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		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Hasta 3 meses		Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12
2014	15,8	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	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 III TR	14,4	12,7	4,0	1,7	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
IV TR	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 I TR	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
II TR	14,3	12,6	4,4	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
2017 May	14,4	12,7	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,1	1,2
Jun	14,3	12,6	4,4	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
Jul	13,9	12,2	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,3
Ago	13,7	12,0	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,2
Sep	13,4	11,7	3,9	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
Oct	13,2	11,6	3,8	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	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	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2013	-3,1	-0,1	-0,2	-6,1	-13,2	-7,0	-4,1	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,6	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,2	
2016	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,4	-2,5	0,5	
2016 III TR	-2,8	0,6	0,3	-1,6	-1,9	-4,9	-3,3	-2,4	-1,0	
IV TR	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,4	-4,5	-3,4	-2,5	0,5	
2017 I TR	-2,0	1,0	-0,5	-0,5	1,0	-4,1	-3,4	-2,4	0,8	
II TR	-1,5	0,8	-0,5	-0,6	1,0	-3,6	-3,3	-2,4	1,0	
Deuda pública										
2013	105,5	77,4	10,2	119,4	177,4	95,5	92,4	129,0	102,6	
2014	106,8	74,6	10,7	104,5	179,0	100,4	95,0	131,8	107,5	
2015	106,0	70,9	10,0	76,9	176,8	99,4	95,8	131,5	107,5	
2016	105,7	68,1	9,4	72,8	180,8	99,0	96,5	132,0	107,1	
2016 III TR	108,8	69,2	9,5	75,1	176,4	99,9	97,4	132,1	111,5	
IV TR	106,1	68,1	9,4	72,8	179,1	99,0	96,5	132,0	108,5	
2017 I TR	107,8	66,6	9,2	74,7	176,2	99,9	98,8	134,0	107,6	
II TR	106,6	66,0	8,9	74,3	175,0	99,8	99,3	134,7	107,6	
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,4	-2,4	-2,0	-4,8	-14,7	-2,7	-2,6
2014	-1,2	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,3	-2,7	-3,2
2015	-1,2	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2016 III TR	0,2	0,3	1,6	0,9	-0,4	-0,7	-3,7	-1,8	-2,4	-2,0
IV TR	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017 I TR	-0,1	0,7	0,5	2,3	1,0	-1,2	-1,6	-1,4	-1,9	-1,5
II TR	0,4	0,7	0,4	2,0	1,1	-1,3	-1,4	-1,2	-1,7	-0,9
Deuda pública										
2013	39,0	38,8	23,7	68,4	67,8	81,0	129,0	70,4	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	83,8	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,9	42,6	22,0	60,3	64,6	84,3	128,8	82,6	52,3	63,6
2016	40,6	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,8	63,1
2016 III TR	38,3	41,2	21,6	59,3	61,5	82,7	132,8	81,7	52,7	61,6
IV TR	40,5	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,9	63,1
2017 I TR	39,4	39,2	23,9	58,1	59,6	81,7	130,4	80,2	53,5	62,6
II TR	40,0	41,7	23,4	56,8	58,7	81,4	132,1	79,8	51,8	61,8

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 13 de diciembre de 2017.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-17-008-ES-N (edición electrónica)