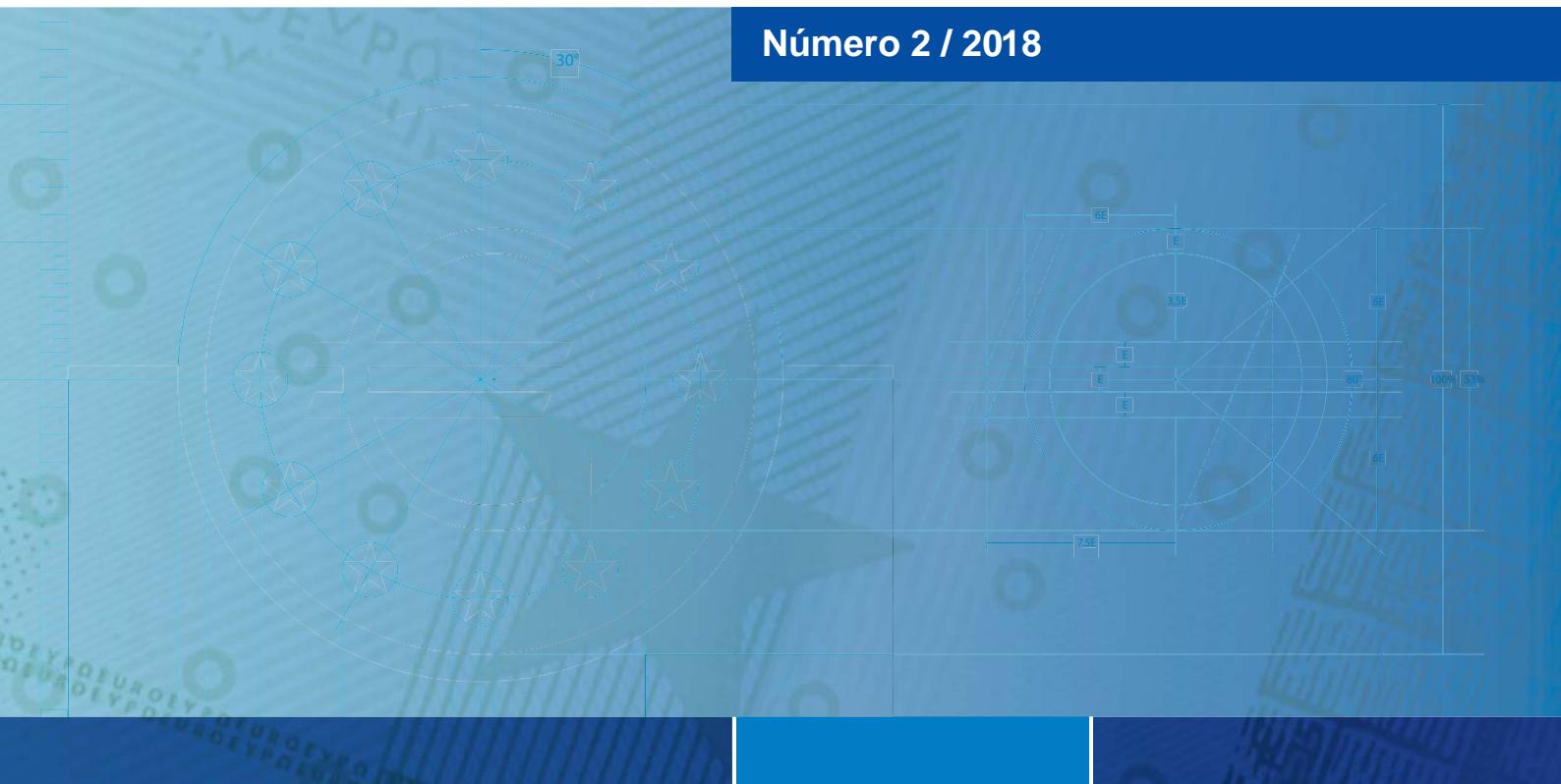


## Boletín Económico

Número 2 / 2018



# Índice

<b>Índice</b>	<b>1</b>
<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	26
5    Dinero y crédito	31
6    Evolución de las finanzas públicas	38
<b>Recuadros</b>	<b>41</b>
1    ¿Perdurarán las recientes subidas del precio del petróleo?	41
2    La liquidez de los mercados de deuda soberana de la zona del euro desde la puesta en marcha del PSPP	46
3    Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 1 de noviembre de 2017 y el 30 de enero de 2018	50
4    Evolución reciente del empleo a tiempo parcial	56
5    La fiabilidad de la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro	61
6    El papel de la estacionalidad y los valores atípicos en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos	65
7    La orientación de la política fiscal durante períodos de expansión anteriores	70
8    La evaluación de 2018 de los desequilibrios macroeconómicos y de los avances en las reformas efectuada por la Comisión Europea	76
<b>Artículos</b>	<b>80</b>
1    Los efectos reales de las restricciones al crédito	80
2    El impacto económico del envejecimiento de la población y las reformas de los sistemas de pensiones	82
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**En su reunión de política monetaria del 8 de marzo de 2018, el Consejo de Gobierno concluyó que aún es necesario un grado considerable de estímulo monetario para que las presiones sobre la inflación subyacente continúen aumentando y respalden la evolución de la inflación general a medio plazo.** La información disponible desde la última reunión de política monetaria celebrada en enero, que incluye las nuevas proyecciones elaboradas por los expertos del BCE, confirmó un dinamismo intenso y generalizado del crecimiento de la economía de la zona del euro que, según las proyecciones, se expandirá a corto plazo a un ritmo ligeramente más rápido de lo que se esperaba. Estas perspectivas de crecimiento corroboraron la confianza del Consejo de Gobierno en que la inflación convergerá hacia el objetivo de una tasa inferior, aunque próxima, al 2 % a medio plazo. Al mismo tiempo, los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron contenidos y no muestran aún signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. En este contexto, el Consejo de Gobierno seguirá vigilando la evolución de los tipos de cambio y de las condiciones financieras en relación con sus posibles implicaciones para las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo. El apoyo monetario continuado necesario para que las tasas de inflación retornen de forma sostenida hacia niveles inferiores, pero cercanos, al 2 % procede de las compras netas de activos, 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 8 de marzo de 2018

**El ritmo de expansión de la economía mundial fue aún más rápido en la segunda mitad de 2017 y está proporcionando un impulso adicional a las exportaciones de la zona del euro.** Se espera que la actividad económica mundial siga siendo intensa en el futuro, aunque el ritmo de crecimiento se irá moderando gradualmente. Se prevé que el comercio mundial mantenga un crecimiento sostenido en el corto plazo y que la inflación aumente lentamente a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar a escala global.

**En el actual contexto de expansión económica, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado desde mediados de diciembre de 2017.** No obstante, los diferenciales de los valores de renta fija privada se han mantenido prácticamente estables y los diferenciales medios de la deuda soberana con respecto al tipo swap del eonia se han reducido ligeramente en general. Los precios de las acciones han disminuido en un entorno de elevada volatilidad. En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado en términos efectivos nominales.

**La expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores, con un crecimiento del PIB real del 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2017.** La mejora del empleo, favorecida también por anteriores reformas en los mercados de trabajo, y el aumento de la riqueza de los hogares sustentan el consumo privado. La inversión empresarial continúa fortaleciéndose debido a unas condiciones de financiación muy favorables, a la mejora de la rentabilidad de las empresas y a la solidez de la demanda. Además, la inversión en vivienda ha seguido creciendo en los últimos trimestres. Asimismo, la expansión generalizada a nivel mundial está impulsando las exportaciones de la zona del euro.

**Este análisis se refleja también ampliamente en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,4 % en 2018, el 1,9 % en 2019 y el 1,7 % en 2020.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2018 y se mantienen inalteradas para los años posteriores. Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento están, en general, equilibrados. Por un lado, el actual impulso cíclico podría reforzar el crecimiento a corto plazo. Por otro, los riesgos a la baja siguen estando relacionados principalmente con factores de carácter global, como el aumento del proteccionismo y la evolución de los mercados de divisas y otros mercados financieros.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,2 % en febrero, desde el 1,3 % registrado en enero.** Ello se debió fundamentalmente a efectos de comparación negativos de la inflación de los precios de los alimentos no elaborados. Más adelante, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual fluctúen en torno al 1,5 % durante el resto del año. Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron contenidos, pero se espera que aumenten de forma gradual a medio plazo, respaldados por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica, por la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y por el mayor crecimiento de los salarios.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,4 % en 2018, el 1,4 % en 2019 y el 1,7 % en 2020.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja para 2019, pero se mantienen inalteradas para 2018 y 2020. Se espera que los retrocesos del componente energético del IAPC en 2018 y 2019 se vean compensados, en gran medida, por el avance de la inflación subyacente, proyectándose que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, pase del 1,1 % en 2018 al 1,5 % en 2019 y al 1,8 % en 2020.

**Las proyecciones macroeconómicas 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 unas condiciones cíclicas favorables y de la disminución de los pagos por intereses.** A tenor de las proyecciones, la orientación general media de la política fiscal de la zona del euro seguirá siendo prácticamente neutral en 2018-2020. Aunque la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continuará descendiendo, todavía se mantendrá en niveles elevados. La actual expansión económica requiere la reconstitución de los colchones fiscales.

**El análisis monetario puso de relieve que el agregado monetario amplio siguió creciendo a un ritmo sólido, a una tasa interanual del 4,6 % en enero de 2018 —sin cambios con respecto al mes anterior—, debido al impacto de las medidas de política monetaria del BCE y del bajo coste de oportunidad de mantener los depósitos más líquidos.** En consecuencia, el agregado monetario estrecho (M1) continuó siendo el factor que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. Al mismo tiempo, prosiguió la recuperación del crecimiento del crédito al sector privado. La transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas siguió respaldando las condiciones de financiación de las empresas y los hogares, el acceso a la financiación —principalmente de las pequeñas y medianas empresas— y el flujo del crédito en el conjunto de la zona del euro.

## 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 permanezca 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 con las compras netas de activos al actual 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 reiteró que el Eurosistema continuará reinvertiendo los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos 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

*El ritmo de expansión de la economía mundial fue aún más rápido en la segunda mitad de 2017. Se espera que la actividad económica global mantenga su vigor en el futuro, aunque el ritmo de crecimiento experimentará una moderación gradual. Para las economías avanzadas, las perspectivas son de una expansión robusta, reforzada por el importante estímulo fiscal en Estados Unidos. En el caso de las economías emergentes, las perspectivas se ven respaldadas por el fortalecimiento de la actividad en los países exportadores de materias primas. Se prevé que el crecimiento del comercio mundial mantenga su dinamismo en el corto plazo, al tiempo que se espera que la inflación aumente con lentitud a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar a escala global.*

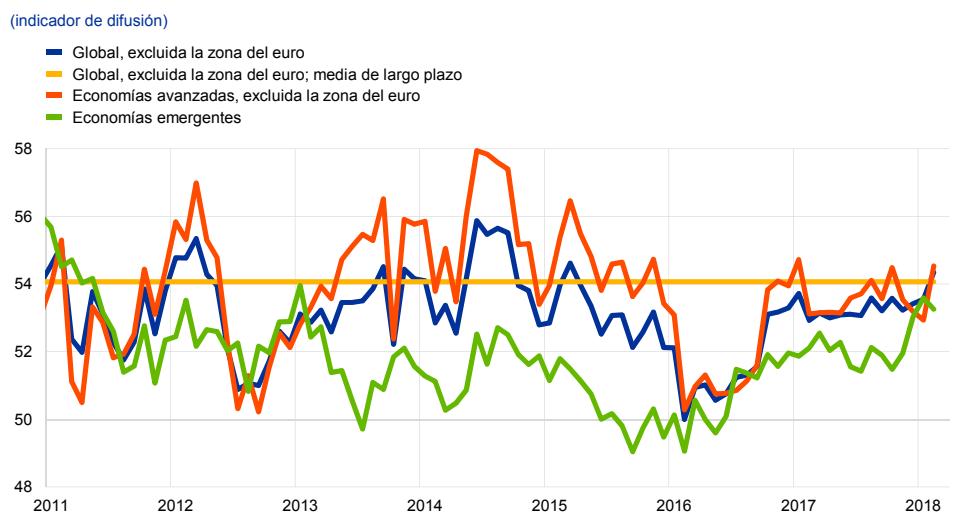
### Actividad económica y comercio mundiales

**El ritmo de expansión de la economía mundial se intensificó en la segunda mitad de 2017. En general, los datos publicados en ese período sorprendieron favorablemente tanto en las economías avanzadas como, en menor medida, en las emergentes.** Los datos del PIB disponibles para los distintos países apuntan a una expansión sostenida de la actividad económica global en el último trimestre del año. En concreto, el crecimiento del PIB real de Estados Unidos demostró capacidad de resistencia en el segundo semestre de 2017, eliminando el impacto de los huracanes. En Japón, la actividad económica también se mantuvo dinámica, beneficiándose del apoyo de las políticas aplicadas, de la sólida creación de empleo y de una demanda externa en recuperación. En cambio, el crecimiento del PIB real en el Reino Unido continuó siendo relativamente débil en 2017, pese al moderado repunte que experimentó en la segunda mitad del año. En las economías emergentes, la actividad se ha apoyado en la resistencia del crecimiento en India y China, al tiempo que Brasil y Rusia continuaron recuperándose de las profundas recesiones que han atravesado, aunque a un ritmo muy gradual.

**Los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento mundial sostenido en el corto plazo.** En el último trimestre de 2017, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) se mantuvo en un nivel similar al registrado en el trimestre anterior, ligeramente por encima del alcanzado en la primera mitad del año y próximo a su media de largo plazo, y mejoró ligeramente en enero y febrero, lo que sugiere que la actividad mundial continuaba registrando una vigorosa expansión al inicio de 2018 (véase gráfico 1).

## Gráfico 1

### Índice PMI compuesto global de producción



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

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2018. La «media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y febrero de 2018.

**Las condiciones financieras globales siguen respaldando las perspectivas mundiales, pero en las últimas semanas se han endurecido.** Tras un período de elevado optimismo y de pronunciados incrementos de las valoraciones en los mercados de renta variable, los mercados bursátiles comenzaron a sufrir fuertes pérdidas a principios de febrero, al tiempo que se produjo un repunte de la volatilidad. Las turbulencias observadas en los mercados financieros siguieron concentrándose en los de renta variable, y, aunque la corrección fue sustancial, solo revirtió las ganancias obtenidas desde comienzos del año. No obstante, la volatilidad registrada en los mercados se produjo en un entorno de aumento constante de los rendimientos a largo plazo en Estados Unidos durante los tres meses anteriores, en un contexto de creciente nerviosismo entre los inversores en torno a las perspectivas de inflación y a la posibilidad de un endurecimiento de la política monetaria más rápido de lo esperado. La curva de futuros sobre fondos federales se ha desplazado al alza en las últimas semanas, tras la subida de los tipos de interés en diciembre. Los mercados siguen anticipando un endurecimiento gradual y actualmente están descontando el próximo incremento de los tipos de interés oficiales en marzo de este año y tres subidas en el conjunto del año, en línea con las proyecciones de diciembre del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Las expectativas de tipos de interés también se desplazaron al alza en el Reino Unido, tras la dureza del tono del Informe de Inflación de febrero del Banco de Inglaterra. En cambio, el Banco de Japón ha continuado aplicando una orientación muy acomodaticia, manteniendo los rendimientos a diez años próximos a cero en línea con su programa para controlar la pendiente de la curva de rendimientos. En China, el banco central trató de reducir el apalancamiento del sistema financiero y de contener los riesgos para la estabilidad financiera con un endurecimiento de las condiciones financieras durante 2017, elevando los tipos de interés de las operaciones de mercado abierto con vistas a conducir los tipos de interés interbancarios al alza. En otras economías emergentes, en particular en Brasil y

Rusia, los tipos de interés oficiales han vuelto a reducirse porque las presiones inflacionistas han remitido.

**De cara al futuro se espera que el crecimiento de la actividad económica mundial siga mostrando capacidad de resistencia antes de moderarse ligeramente a medio plazo.** Para las economías avanzadas, las perspectivas son de una expansión robusta, ahora reforzada por el impacto fiscal adicional procedente de la reforma tributaria en Estados Unidos y del acuerdo del Congreso para aumentar el gasto. Sin embargo, se prevé que el crecimiento se desacelerará en el futuro, a medida que la recuperación se afiance en algunos países y las brechas de producción pasen a ser más positivas. En el caso de las economías emergentes, las perspectivas se ven respaldadas por el fortalecimiento de la actividad en los países exportadores de materias primas como Brasil y, en menor medida, Rusia. Al mismo tiempo, el crecimiento sigue siendo sólido en India, al tiempo que la actividad continúa mostrando una tendencia gradual a la baja a largo plazo en China.

**Se prevé que el ritmo de expansión mundial se mantenga por debajo de los niveles anteriores a la crisis, en línea con el menor crecimiento potencial.**

Las estimaciones del BCE sugieren que el potencial de crecimiento se ha reducido en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes en los últimos años. En las primeras, todos los componentes lastran el potencial, aunque esto es especialmente aplicable a las contribuciones del empleo y de la productividad total de los factores (PTF). Las contribuciones del capital también se mantienen por debajo de sus medias históricas, ya que el debilitamiento de las expectativas relativas a las perspectivas de crecimiento y el aumento de la incertidumbre han aplazado las decisiones de inversión. La inversión ha experimentado una moderación similar en las economías emergentes, en particular en los países exportadores de materias primas, pero también en China en respuesta a su proceso de reequilibrio y al impulso político para contener el apalancamiento. No obstante, la PTF fue el principal factor determinante de la disminución del potencial en las economías emergentes. En general se espera que el avance del producto potencial se mantenga prácticamente estable en las economías avanzadas en el medio plazo, pese al ligero aumento del crecimiento potencial previsto en Estados Unidos en 2019-2020, al tiempo que se espera que continúe reduciéndose en las economías emergentes.

**En Estados Unidos se prevé que la actividad se mantenga vigorosa, apoyada en la fortaleza de la demanda interna.** Se espera que la actual expansión continúe como consecuencia del firme crecimiento de la inversión y del gasto en consumo, a medida que las tensiones en el mercado de trabajo se plasmen de manera paulatina en un mayor crecimiento de los salarios y que las condiciones financieras, todavía favorables, incrementen la riqueza. Se prevé que la aprobación de la legislación de reforma tributaria en diciembre y el aumento del techo de gasto acordado en febrero den un mayor impulso a la demanda interna.

**En el Reino Unido se espera que el crecimiento del PIB real siga siendo débil pero resistente.** La actividad económica experimentó un repunte moderado en la segunda mitad de 2017, tras desacelerarse considerablemente en la primera mitad

del año. De cara al futuro, el impulso procedente del mayor crecimiento de la demanda exterior neta en los próximos trimestres y una ligera recuperación de la inversión contribuirán a la capacidad de resistencia del crecimiento del PIB real en este país.

**En Japón se prevé que la expansión económica se desacelere gradualmente.**

Se espera que la actividad económica continúe siendo relativamente sólida en el corto plazo, beneficiándose del actual impulso positivo y de la orientación acomodaticia de la política monetaria. Sin embargo, a más largo plazo se prevé que el crecimiento experimente una desaceleración gradual. Aparte del menor apoyo de la política fiscal y de una capacidad productiva sin utilizar que está reduciéndose con rapidez, la desaceleración prevista también refleja el impacto favorable de la inversión en infraestructuras relacionadas con los Juegos Olímpicos de 2020.

**En China, la actividad continúa su expansión a un ritmo vigoroso, respaldada por la fortaleza del consumo y un mercado de la vivienda todavía pujante.** Las perspectivas a corto plazo están dominadas por el hecho de que las autoridades han considerado prioritaria la estabilidad del crecimiento y la reducción de los riesgos financieros. A medio plazo, la hipótesis es que se continuarán aplicando reformas estructurales de forma gradual, lo que resultará en una desaceleración ordenada del crecimiento.

**En los países de Europa Central y Oriental, la actividad económica mantendrá su vigor, aunque a un ritmo más moderado que en 2017.** En estos países, la actividad económica creció con fuerza en 2017, impulsada por un repunte de la inversión y la fortaleza del consumo privado. De cara al futuro se espera que continúe sustentándose en los elevados flujos de inversión vinculados a la absorción de fondos de la UE, el sólido gasto en consumo y las mejoras de los mercados de trabajo.

**La actividad económica se está fortaleciendo gradualmente en los grandes países exportadores de materias primas.** En Rusia, los indicadores adelantados señalan una caída temporal de la actividad económica en el último trimestre de 2017, tras el vigoroso crecimiento registrado en la primera mitad del año, ya que la producción industrial se redujo. A medio plazo se espera una expansión moderada de la actividad, en un contexto de retos fiscales que están afectando al entorno empresarial, de debilidad de la inversión en capital fijo y de un crecimiento potencial menoscabado por la falta de reformas estructurales. En Brasil, la actividad debería continuar recuperándose, y el aumento de la confianza, la mejora del mercado de trabajo y la continuación de una orientación acomodaticia de la política monetaria deberían respaldar el consumo, en un contexto en el que las presiones inflacionistas se mantienen contenidas. La incertidumbre política asociada a las elecciones de este año y la posible reversión de unas condiciones financieras externas favorables son riesgos clave para la mejora de las perspectivas económicas del país.

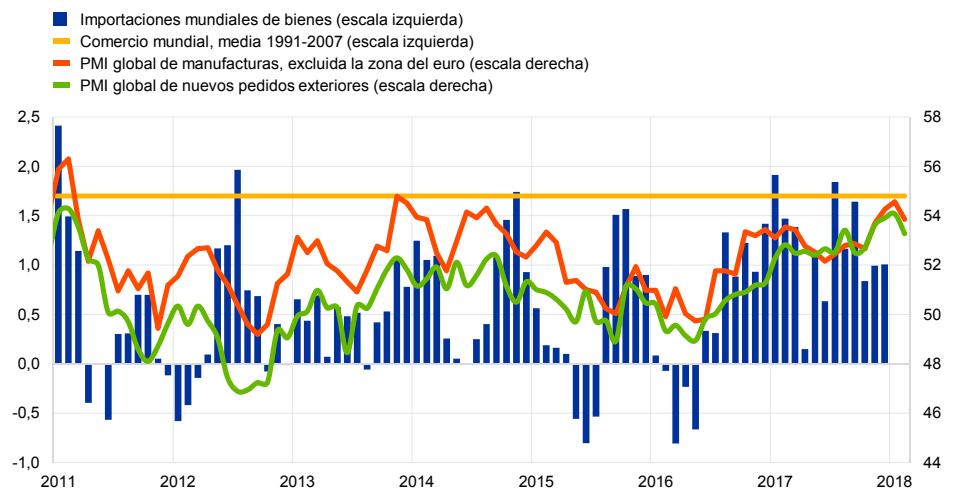
**Se espera que las perspectivas de crecimiento del comercio mundial se mantengan sostenidas en el corto plazo.** Aunque el dinamismo del crecimiento de las importaciones mundiales de mercancías se redujo ligeramente en diciembre, los datos nacionales disponibles y los indicadores adelantados apuntan a un

crecimiento robusto a finales del año pasado y principios de este año. Las importaciones de mercancías en términos reales aumentaron un 1 % en diciembre (en tasa intertrimestral), frente al 1,6 % del tercer trimestre (véase gráfico 2). La actividad comercial experimentó un repunte sustancial en Estados Unidos, mientras que se debilitó en Asia y en los países de Europa Central y Oriental.

## Gráfico 2

### Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2018 (PMI global de manufacturas y PMI global de nuevos pedidos exteriores) y diciembre de 2017 (comercio).

**A medio plazo, las proyecciones relativas al comercio se basan en la consideración de que las importaciones mundiales aumentarán básicamente en consonancia con la actividad.** Esta consideración es acorde con la evidencia de que el efecto de los factores estructurales de largo plazo que previamente impulsaron la rápida expansión del comercio mundial —entre ellos la liberalización del comercio, la reducción de los aranceles y de los costes de transporte, así como la expansión de las cadenas globales de valor— ha disminuido desde la crisis financiera. La incertidumbre en torno a estos factores es muy elevada y, en algunos casos, los datos disponibles son escasos. Con todo, la evidencia disponible sugeriría que la previsión de que, a medio plazo, las importaciones crecerán en línea con la actividad económica sigue siendo un punto de partida razonable.

**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 BCE de marzo de 2018, el crecimiento mundial del PIB real (excluida la zona del euro) se incrementará desde el 3,8 % en 2017 hasta el 4,1 % en 2018, y posteriormente descenderá hasta situarse en el 3,9 % y el 3,7 % en 2019 y 2020, respectivamente. La trayectoria que contemplan las proyecciones refleja la desaceleración de la actividad prevista en las economías avanzadas en general y en Estados Unidos en particular, que se verá parcialmente contrarrestada por un ligero aumento del dinamismo en las economías emergentes. A tenor de las proyecciones, la demanda externa de la zona del euro crecerá un

4,7 % en 2018, un 4,1 % en 2019 y un 3,6 % en 2020. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, el crecimiento del PIB mundial se ha revisado al alza para 2017-2019, mientras que el de la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza para todo el horizonte de proyección, en ambos casos debido fundamentalmente al impacto del estímulo fiscal adicional en Estados Unidos.

**Aunque los riesgos para las perspectivas de actividad mundial se sitúan al alza en el corto plazo, siguen sesgados a la baja en el medio plazo.** Por lo que respecta a los riesgos al alza, la generalización de la recuperación mundial podría plasmarse en una mayor fortaleza de la inversión y el comercio en el corto plazo, al tiempo que el paquete de medidas fiscales de Estados Unidos podría tener un impacto sobre la actividad mayor de lo previsto actualmente. No obstante, en el medio plazo se considera que estos factores se verán contrarrestados por riesgos a la baja, como un aumento del proteccionismo comercial, una corrección repentina de los mercados financieros —que se traduciría en un endurecimiento de las condiciones financieras a escala global—, las perturbaciones asociadas al proceso de reformas y de liberalización en China, así como la incertidumbre política y geopolítica asociada, en particular, a los riesgos relacionados con el Brexit.

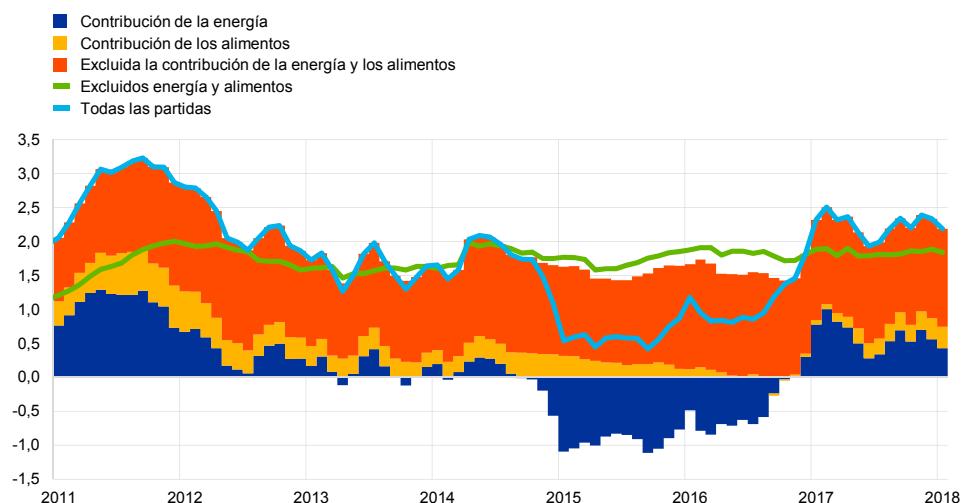
## Evolución mundial de los precios

**La inflación mundial medida por los precios de consumo ha registrado un ligero descenso últimamente, al tiempo que la evolución de los salarios ha mantenido su moderación.** Tras experimentar un leve aumento en noviembre, la inflación interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE cayó hasta situarse en el 2,2 % en diciembre y enero. Este descenso fue resultado de una leve desaceleración de los aumentos de los precios de la energía, aunque todavía en niveles próximos al 5 %, mientras que la tasa de variación de los precios de los alimentos permaneció estable. Si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE se redujo marginalmente, hasta el 1,8 % (véase gráfico 3). En cuanto a los salarios, la remuneración por asalariado se mantuvo prácticamente invariable en niveles muy reducidos (con un aumento interanual del 1,5 %), pese a la nueva reducción de la tasa de paro en los países de la OCDE en el tercer trimestre (hasta situarse por debajo del 6 %). Únicamente el salario por hora en el sector manufacturero muestra una rápida tendencia al alza, más en consonancia con el tensionamiento del mercado de trabajo.

**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 enero de 2018.

**Los precios del Brent han descendido ligeramente en las últimas semanas, de 70 dólares estadounidenses por barril el 23 de enero a 66 dólares el 22 de febrero.** Este descenso reciente se sustentó en unos niveles récord de producción de crudo en Estados Unidos, en el elevado grado de cumplimiento del acuerdo entre la OPEP y otros productores no pertenecientes a esta organización de reducir la oferta y en la resolución de los problemas relacionados con oleoductos sufridos en diciembre y enero, destacando el retorno a la plena capacidad de producción del oleoducto del mar del Norte. Los futuros sobre el petróleo sugieren que los precios caerán hasta situarse por debajo de los niveles actuales, hasta unos 65 dólares y 61 dólares por barril en 2018 y 2019, respectivamente. Los precios de las materias primas no energéticas han aumentado levemente en las últimas semanas, con unas subidas de los precios de los alimentos y de los metales del 3,5 % y el 1,6 %, respectivamente.

**De cara al futuro se espera que la inflación mundial aumente con lentitud.** A corto plazo se prevé que la inflación se incremente tras el reciente repunte de los precios del petróleo y que, posteriormente, la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global siga sosteniendo la inflación subyacente. Con todo, se prevé que el aumento de la inflación se vea moderado por una contribución negativa de los precios de la energía, como indica actualmente una curva de futuros sobre el petróleo que anticipa una reducción de los precios de esta materia prima en el medio plazo.

## 2

## Evolución financiera

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2017, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado en el actual contexto de expansión económica. Como las expectativas de inflación se han mantenido básicamente estables, los tipos de interés reales han registrado un incremento acorde. Aunque las expectativas de beneficios empresariales han mejorado, los precios de las acciones han disminuido en un entorno de elevada volatilidad. Al mismo tiempo, los diferenciales de los valores de renta fija privada han permanecido prácticamente estables. En general, los diferenciales medios de la deuda soberana frente al tipo swap del eonia (OIS) se han reducido ligeramente. En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado en términos efectivos nominales.

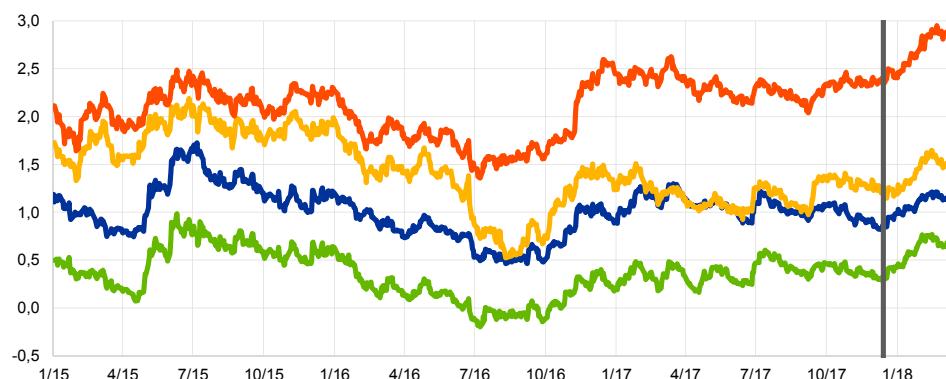
**Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo han aumentado a ambos lados del Atlántico desde mediados de diciembre.** Durante el período de referencia (del 14 de diciembre de 2017 al 7 de marzo de 2018), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó en 28 puntos básicos, hasta situarse en el 1,13 % (véase gráfico 4). En Estados Unidos y el Reino Unido, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo aumentaron 53 puntos básicos y 33 puntos básicos y se situaron en el 2,88 % y el 1,50 %, respectivamente. El tipo swap del eonia a diez años de la zona del euro registró un alza de 31 puntos básicos hasta situarse en el 0,90 %, debido principalmente a la subida del tipo de interés real a largo plazo. En conjunto, la evolución de los mercados de renta fija a ambos lados del Atlántico refleja la mejora de las expectativas de los mercados relativas al crecimiento económico y a la inflación, así como las revisiones de las expectativas ligadas a la respuesta de la política monetaria.

**Gráfico 4**

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)

- Media ponderada por el PIB de la zona del euro
- Reino Unido
- Estados Unidos
- Alemania



Fuentes: Bloomberg y BCE.

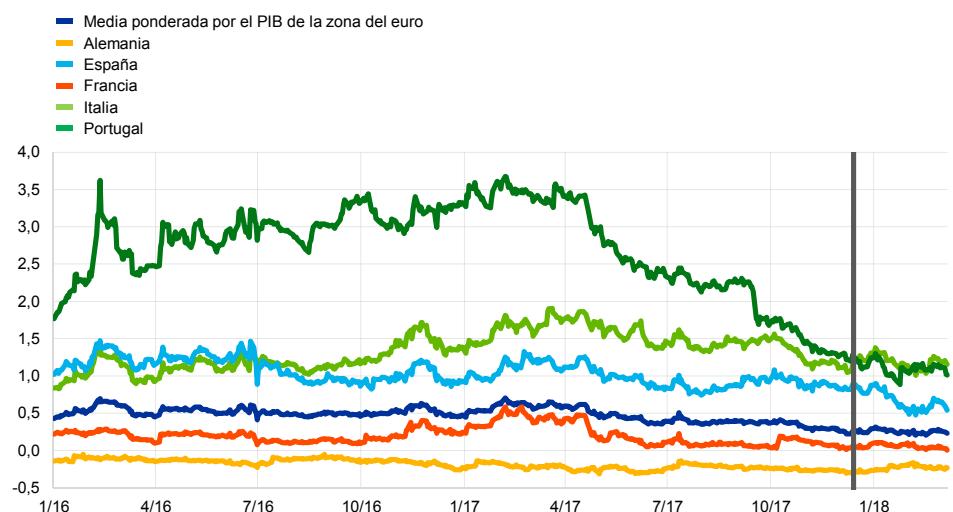
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia, el 14 de diciembre de 2017. La última observación corresponde al 7 de marzo de 2018.

**En general, los diferenciales de la deuda soberana frente al tipo swap del eonia libre de riesgo disminuyeron, reflejando las favorables perspectivas macroeconómicas.** La caída de los diferenciales de la deuda a diez años fluctuó entre 31 puntos básicos en España y 22 puntos básicos en Portugal, y 4 puntos básicos en Italia (véase gráfico 5). En Italia, el descenso más acusado de carácter transitorio observado en el período transcurrido hasta enero revirtió posteriormente en las semanas anteriores a las elecciones parlamentarias celebradas en marzo. En Alemania los rendimientos del bono a diez años aumentaron 5 puntos básicos más que el tipo swap del eonia, lo que se tradujo en un diferencial menos negativo que probablemente señaló, entre otras cosas, unas primas de escasez más reducidas.

### Gráfico 5

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

(porcentajes)

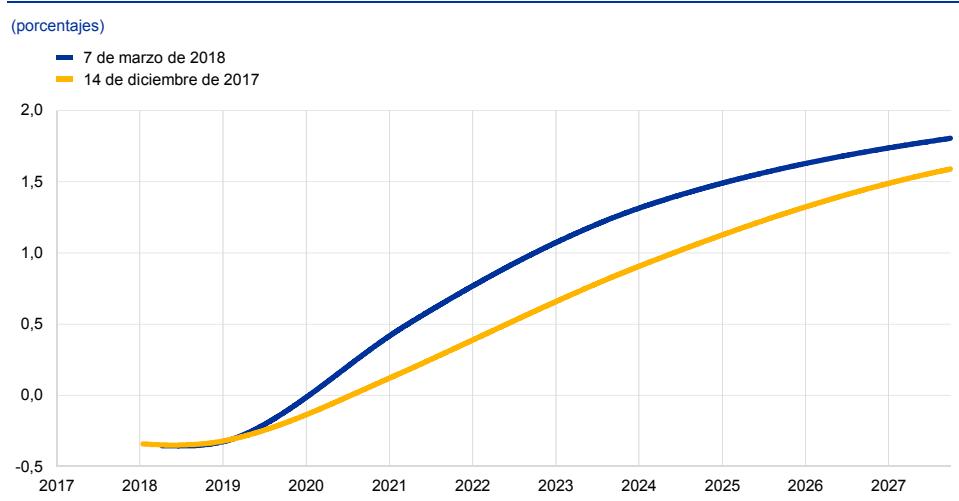


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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 14 de diciembre de 2017. La última observación corresponde al 7 de marzo de 2018.

**La pendiente de la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se acentuó.** Esta curva se desplazó al alza en los plazos medios y largos (véase gráfico 6). Para el período comprendido hasta principios de 2019, la curva apenas cambia en comparación con la situación al final del último período de referencia, lo que refleja que las expectativas de los mercados sobre el nivel del tipo de interés de la facilidad de depósito durante este horizonte temporal prácticamente no han variado.

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**El eonia registró un promedio de –36 puntos básicos durante el período considerado.** El exceso de liquidez aumentó alrededor de 5 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.885 mm de euros. El avance de los factores autónomos netos se vio contrarrestado con creces por la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema. La situación de liquidez se analiza con más detalle en el recuadro 3.

**La volatilidad de los mercados de renta variable creció hacia el final del período de referencia.** Aunque los precios de las acciones se incrementaron desde mediados de diciembre de 2017 hasta el final de enero de 2018, a principios de febrero se observó una corrección relativamente pronunciada de los precios y un repunte de la volatilidad (véase gráfico 7). Es muy probable que la corrección fuese consecuencia de las percepciones de aumento de la inflación por parte de los mercados, especialmente en Estados Unidos, y de un ajuste correspondiente de las expectativas sobre la política monetaria. Posteriormente, parte del descenso de los precios de las acciones revirtió, pero la incertidumbre generada por los anuncios relativos a la política comercial estadounidense dio lugar a una nueva caída de los mercados bursátiles a ambos lados del Atlántico a principios de marzo. En general, en el período analizado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro se redujeron en un 2,7 %, mientras que las cotizaciones del sector financiero solo disminuyeron un 1,5 %. En Estados Unidos, a pesar de la corrección, los índices bursátiles de los sectores financiero y no financiero se incrementaron un 6,4 % y un 3,1 %, respectivamente. En conjunto, la evolución de los mercados bursátiles de la zona del euro siguió estando impulsada por las firmes expectativas de beneficios, si bien las cotizaciones se vieron afectadas negativamente por unos tipos libres de riesgo más elevados y por algunos incrementos de las primas de riesgo de las acciones.

## Gráfico 7

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

(índice: 1 de enero de 2015 = 100)

- Entidades de crédito de la zona del euro
- Sociedades no financieras de la zona del euro
- Entidades de crédito de Estados Unidos
- Sociedades no financieras de Estados Unidos



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia, el 14 de diciembre de 2017. La última observación corresponde al 7 de marzo de 2018.

#### Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente estables durante el período considerado.

El 7 de marzo de 2018, 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) apenas habían experimentado variaciones con respecto a mediados de diciembre de 2017 y se situaron unos 79 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio del programa de compras de bonos corporativos (véase gráfico 8). Los diferenciales de la deuda del sector financiero aumentaron ligeramente (4 puntos básicos durante el período de referencia). Los reducidos niveles de los diferenciales de los valores de renta fija privada están en consonancia con la actual expansión económica.

**Gráfico 8**

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

(puntos básicos)

- Instituciones financieras
- Sociedades no financieras



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

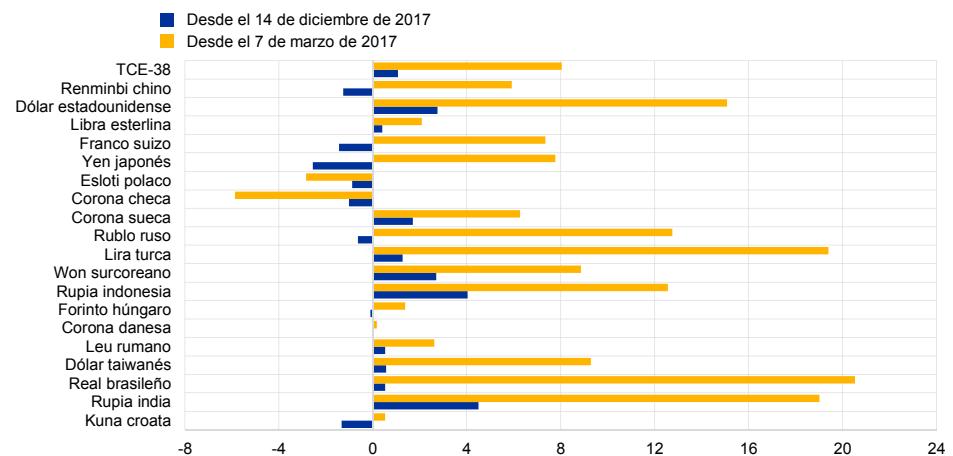
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 14 de diciembre de 2017. La última observación corresponde al 7 de marzo de 2018.

**En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado en términos efectivos nominales desde mediados de diciembre de 2017.** Esta evolución refleja principalmente un fortalecimiento frente al dólar estadounidense, como consecuencia de los datos macroeconómicos publicados (el euro se apreció un 2,8 % en el período considerado; véase gráfico 9), y una menor apreciación frente a la libra esterlina. El euro también se vio respaldado por el fortalecimiento frente a las monedas del grueso de las principales economías emergentes, con la excepción del renminbi chino, frente al que se depreció un 1,3 %. La moneda única también se depreció frente a la mayor parte de las demás monedas importantes, como el franco suizo y el yen japonés, así como frente a las monedas de la mayoría de los demás Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, lo que moderó adicionalmente la apreciación del euro en cifras ponderadas por el comercio.

**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 7 de marzo de 2018.

### 3

## Actividad económica

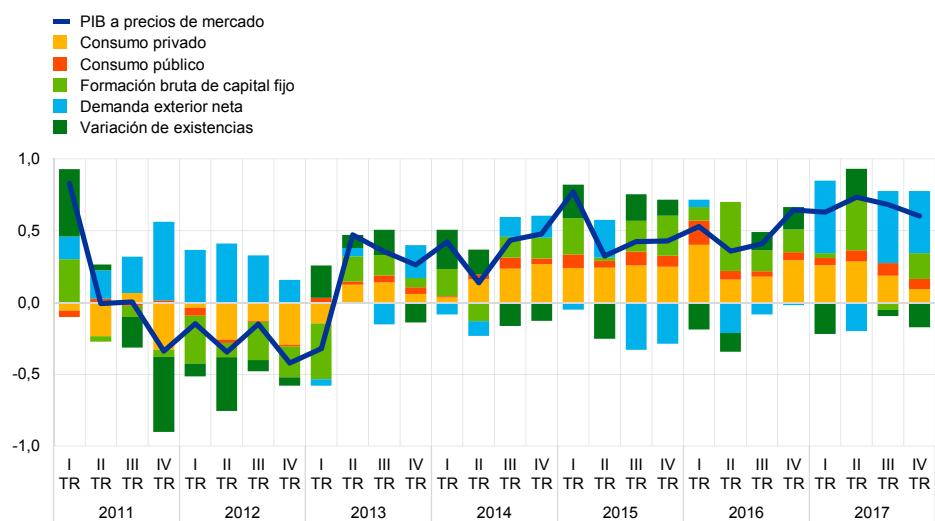
*La expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores. El avance del PIB real se sustenta en el crecimiento del consumo privado y la inversión, así como en las exportaciones, que se están beneficiando de la recuperación observada a escala mundial. Los resultados de las encuestas más recientes y los últimos datos disponibles confirman un dinamismo intenso y generalizado de la economía de la zona del euro, que, según las proyecciones, se expandirá a corto plazo a un ritmo ligeramente más rápido de lo esperado anteriormente. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2018 en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018, mientras que se mantienen inalteradas para 2019 y 2020. Según estas proyecciones, el PIB real de la zona del euro se incrementará un 2,5 % en 2017, un 2,4 % en 2018, un 1,9 % en 2019 y un 1,7 % en 2020.*

**El crecimiento se mantuvo sólido en el cuarto trimestre de 2017 y siguió siendo generalizado en los distintos países.** El PIB real aumentó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre (véase gráfico 10). El avance del PIB real estuvo impulsado por la demanda exterior neta y la demanda interna, en particular por el gasto en inversión de capital fijo, mientras que la contribución de la variación de existencias fue negativa. En la segunda estimación de los datos del PIB no se revisó el crecimiento trimestral del PIB real correspondiente al cuarto trimestre de 2017, lo que confirma que la estimación preliminar de avance continúa siendo un indicador fiable (véase el recuadro titulado «La fiabilidad de la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro», en este Boletín Económico). El crecimiento del producto en el cuarto trimestre se tradujo en un incremento anual del PIB del 2,3 % en 2017 (2,5 % ajustado de días laborables). Los indicadores económicos apuntan a la continuación del patrón de crecimiento sólido y generalizado a principios de este año.

## Gráfico 10

### PIB real de la zona del euro y sus componentes

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

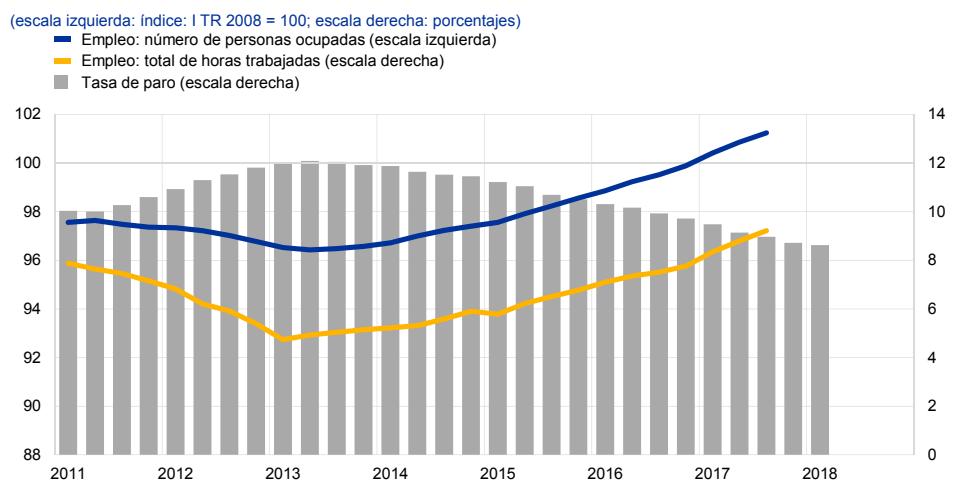


Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto 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 desde el inicio de la recuperación. Tanto el empleo a tiempo completo como el empleo a tiempo parcial han crecido durante la recuperación. En el caso del empleo a tiempo parcial, este incremento se ha observado principalmente en el colectivo de trabajadores a tiempo parcial no subempleados, mientras que el número de trabajadores a tiempo parcial subempleados ha descendido recientemente (véase el recuadro titulado «Evolución reciente del empleo a tiempo parcial», en este Boletín Económico). La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 8,6 % en enero de 2018, el nivel más bajo desde diciembre de 2008 (véase gráfico 11). El descenso del desempleo fue generalizado en los distintos grupos de edad y en ambos sexos. El paro de larga duración (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 de los niveles anteriores a la crisis. La información procedente de las encuestas apunta a continuas mejoras de las condiciones de los mercados de trabajo en los próximos meses. Asimismo, en algunos países y sectores se observan cada vez más señales de escasez de mano de obra. El crecimiento de la renta mantuvo su vigor en el tercer trimestre de 2017.

**Gráfico 11**  
Evolución del mercado de trabajo de la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

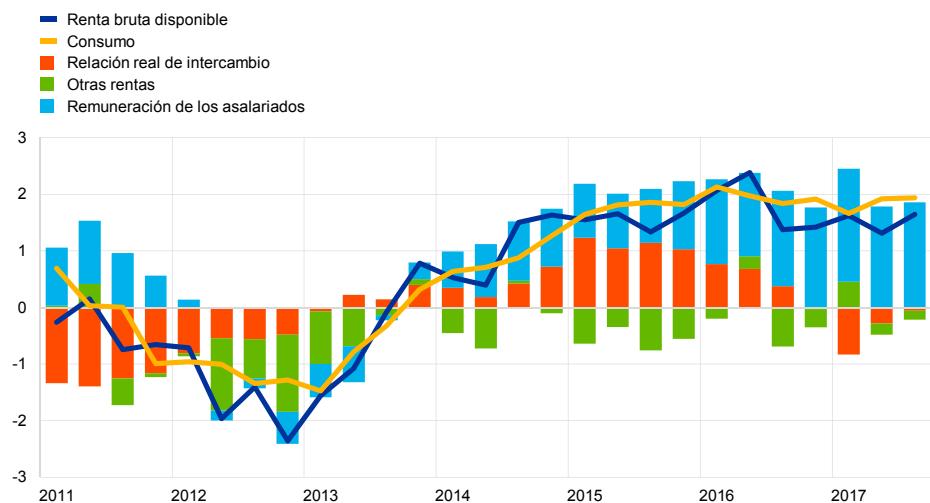
Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017 para el empleo y las horas trabajadas, y a enero de 2018 para la tasa de paro.

**La mejora de los mercados de trabajo continúa sosteniendo el crecimiento de la renta y el gasto privado. En el cuarto trimestre de 2017, el consumo privado creció un 0,2 %, lo que se tradujo en un incremento interanual del 1,5 %. El ahorro en relación con la renta disponible de los hogares permaneció en niveles reducidos en el tercer trimestre de 2017 y registró el valor más bajo desde 1999, lo que ha seguido favoreciendo el consumo privado. Las medidas de política monetaria del BCE, que han relajado las condiciones de financiación, también continúan respaldando el gasto de los hogares. El aumento de la renta real sigue contribuyendo al avance del consumo privado, dado que la remuneración de los asalariados continúa siendo el principal componente de su crecimiento (véase gráfico 12).**

**Gráfico 12**

## Renta bruta disponible real y consumo en la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

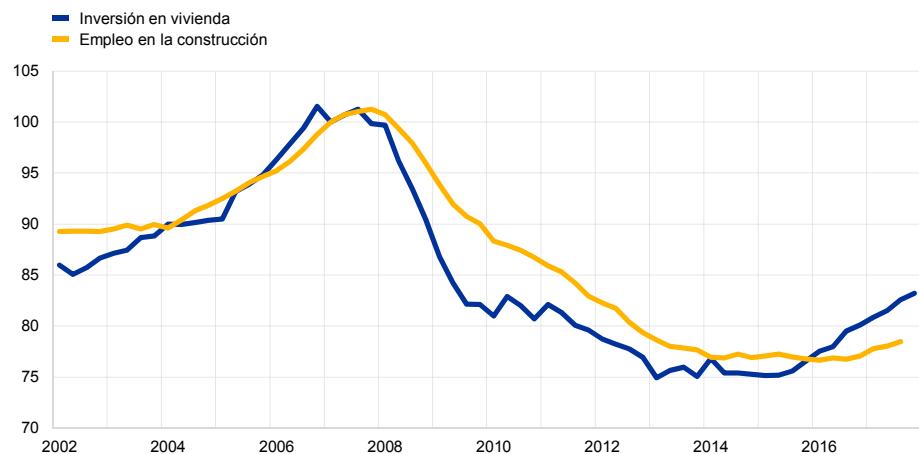
Notas: Otras rentas incluye el excedente de explotación, rentas de la propiedad, impuestos directos y transferencias. Todos los componentes de la renta están deflactados por el defactor del PIB. La contribución de la relación real de intercambio se aproxima por el diferencial entre el defactor del PIB y el del consumo. El consumo y la renta disponible están deflactados por el defactor del consumo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017.

**El crecimiento de la inversión en construcción repuntó con fuerza en 2017 y se espera que esta recuperación continúe en 2018.** La producción de la construcción se estancó en el cuarto trimestre de 2017, pero aumentó el 2,2 % en el conjunto del año. Los indicadores de opinión sobre la actividad de este sector siguen apuntando a un fuerte ritmo de crecimiento. La confianza en el segmento de construcción de edificios mejoró en diciembre de 2017 y enero de 2018. El índice de directores de compras (PMI) del sector de la construcción se situó en 57 en enero, frente a 53,3 en diciembre, el incremento más pronunciado desde febrero de 2011. Asimismo, el indicador de opinión de la Comisión Europea sobre escasez de mano de obra en la construcción registró un nuevo ascenso en enero desde un nivel ya elevado.

**Desde una perspectiva cíclica, la inversión en vivienda se mantiene contenida.** El empleo en el sector de la construcción y la inversión residencial real experimentaron una caída acusada tras los máximos previos a la crisis, registrados en el tercer trimestre de 2007 (véase gráfico 13), y, mientras que la inversión residencial se ha recuperado ligeramente (el 10 % desde el segundo trimestre de 2015), el repunte del empleo en la construcción ha sido mucho más débil (2 %). La recuperación relativamente tímida del volumen de la inversión en vivienda refleja la sobreinversión anterior a la crisis observada en algunos países de la zona del euro, así como la persistencia de presiones para el desapalancamiento de los hogares. De cara al futuro, se espera que la inversión en vivienda respalte cada vez más el avance del PIB.

**Gráfico 13****Empleo en la construcción e inversión residencial en la zona del euro**

(Índice: I TR 2007 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017 para el empleo en la construcción y al cuarto trimestre de 2017 para la inversión en vivienda.

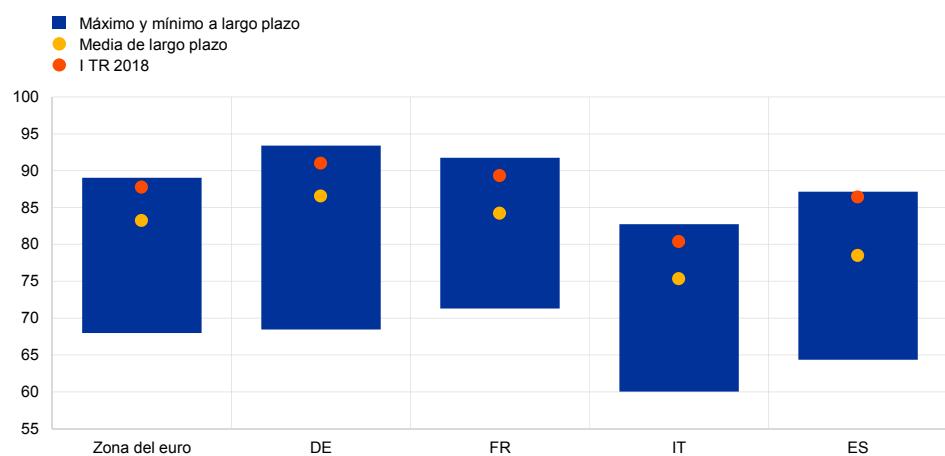
**El crecimiento de la inversión, excluida la construcción, repuntó en el cuarto trimestre de 2017, y se espera que esta recuperación haya continuado a principios de 2018.** Según las cuentas sectoriales, el excedente bruto de explotación aumentó considerablemente en el tercer trimestre de 2017. Esta evolución es especialmente relevante para los activos intangibles, que dependen en mayor medida de la financiación interna. La encuesta de la Comisión Europea muestra también que se considera que la utilización de la capacidad productiva en el sector de producción de bienes de equipo se situó próxima a máximos históricos en el primer trimestre de 2018, tanto en la zona del euro como en los países más grandes de la zona (véase gráfico 14). Según la misma encuesta, esto también se refleja en las crecientes restricciones a la producción relacionadas con los equipos y el trabajo de este sector.

**Se espera que la inversión empresarial continúe contribuyendo al crecimiento del producto en el conjunto de 2018.** El fuerte incremento de la demanda y de los beneficios debería seguir favoreciendo la inversión empresarial, a pesar de la reciente volatilidad de los mercados de renta variable. Si se analiza más detalladamente la evolución reciente de los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro, esta volatilidad parece estar más relacionada con las expectativas de subida de los tipos de interés y las primas de riesgo que con una revisión a la baja de las expectativas de beneficios. En la medida en que gran parte de la inversión se financia con beneficios no distribuidos, puede que el impacto inmediato sobre la inversión empresarial no sea muy significativo.

**Gráfico 14**

Utilización de la capacidad productiva en el sector de bienes de equipo de la zona del euro y de los países más grandes de la zona

(porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

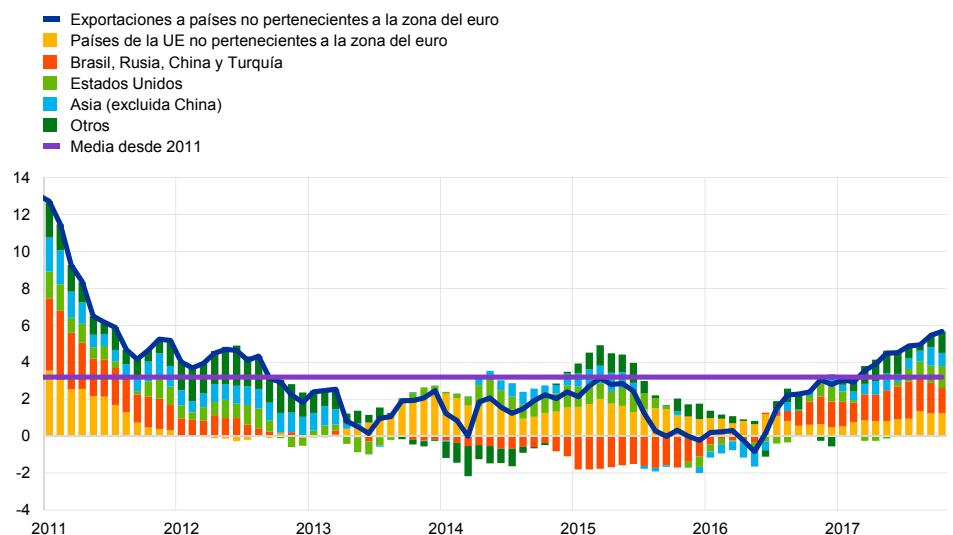
Nota: «Largo plazo» se refiere al período transcurrido desde 1987.

**Las exportaciones de la zona del euro continuaron mostrando una tendencia positiva y cobraron nuevo impulso en el cuarto trimestre de 2017.** La cifra de exportaciones de la zona del euro de diciembre confirma una tendencia sólida con un nuevo aumento hasta el 5,7 %, en tasa interanual, en el último trimestre de 2017, el mayor nivel registrado desde el tercer trimestre de 2011. Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro se sustentaron, en particular, en las exportaciones de bienes a países de fuera de la UE, pero el resto de las áreas también contribuyeron positivamente (véase gráfico 15). A pesar de la reciente apreciación del euro, las cuotas de exportación a países no pertenecientes a la zona del euro permanecen prácticamente estables. Los indicadores de opinión adelantados apuntan a la continuación de la sólida evolución de las exportaciones a corto plazo, pero los niveles de las carteras de pedidos exteriores y los nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero a escala mundial y de la zona del euro —pese a mantenerse en cotas elevadas— se han moderado ligeramente.

**Gráfico 15**

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

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2017 para las exportaciones a países no pertenecientes a la UE. Las exportaciones dentro de la UE se han aproximado por la contribución calculada sobre datos de noviembre de 2017. Las exportaciones totales en términos reales de diciembre de 2017 se basan en valores y datos de precios industriales.

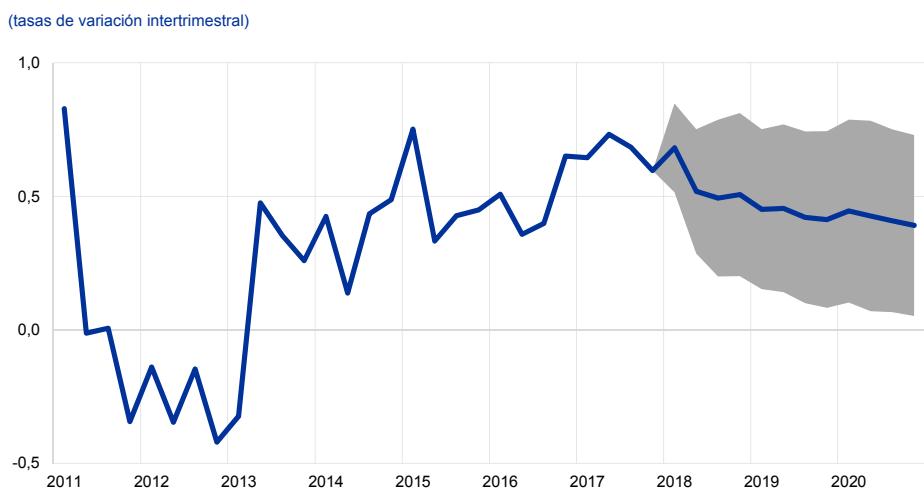
**En conjunto, los indicadores económicos más recientes apuntan a un intenso dinamismo del crecimiento de la zona del euro, que, según las proyecciones, se expandirá a corto plazo a un ritmo algo más rápido de lo esperado anteriormente.** La producción industrial (excluida la construcción) aumentó un 1,5 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2017. Los indicadores de opinión más recientes también señalan una dinámica de sólido crecimiento a corto plazo. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto de producción se situaron, en promedio, en cotas más elevadas en los dos primeros meses de 2018 que en el cuarto trimestre de 2017, y permanecen muy por encima de sus niveles medios a largo plazo.

**Se prevé que el actual crecimiento económico, sólido y generalizado, continúe. Las medidas de política monetaria del BCE, que han favorecido el proceso de desapalancamiento, siguen respaldando la demanda interna.** La mejora del empleo, favorecida también por anteriores reformas en los mercados de trabajo, y el aumento de la riqueza de los hogares, sustentan el consumo privado. La inversión empresarial continúa aumentando debido a unas condiciones de financiación muy favorables, a la mejora de la rentabilidad de las empresas y a la solidez de la demanda. La inversión en vivienda ha seguido creciendo en los últimos trimestres. Asimismo, la expansión generalizada a nivel mundial está proporcionando impulso a las exportaciones de la zona del euro.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,5 % en 2017, el 2,4 % en 2018, el 1,9 % en 2019 y el 1,7 % en 2020 (véase gráfico 16).** En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza para 2018 y se mantiene inalterado

para 2019-2020. Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados.

**Gráfico 16**  
PIB real de la zona del euro (incluidas las proyecciones)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 8 de marzo de 2018.

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

## 4

## Precios y costes

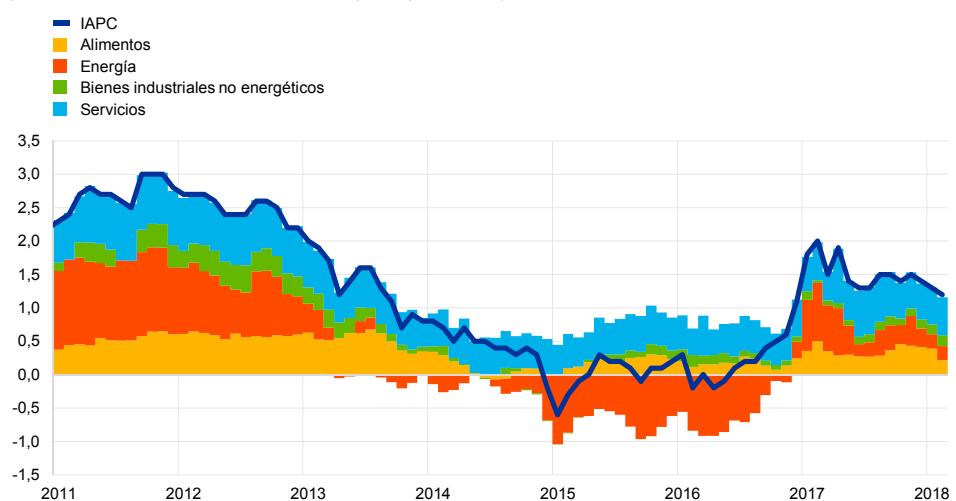
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,2 % en febrero de 2018, desde el 1,3 % registrado en enero. Más adelante, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual fluctúen en torno al 1,5 % durante el resto del año. Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron contenidos, pero se espera que aumenten de forma gradual a medio plazo, respaldados por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica, por la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y por el mayor crecimiento de los salarios. Este análisis se refleja también ampliamente en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 1,4 % en 2018, el 1,4 % en 2019 y el 1,7 % en 2020, y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en el 1,1 %, el 1,5 % y el 1,8 %, respectivamente.

**La inflación general retrocedió ligeramente en febrero.** Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,2 % en febrero de 2018, desde el 1,3 % de enero, manteniéndose por debajo de los niveles registrados a finales de 2017 (véase gráfico 17). La caída de febrero reflejó, principalmente, el descenso de la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados, debido fundamentalmente a efectos de comparación.

**Gráfico 17**

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)



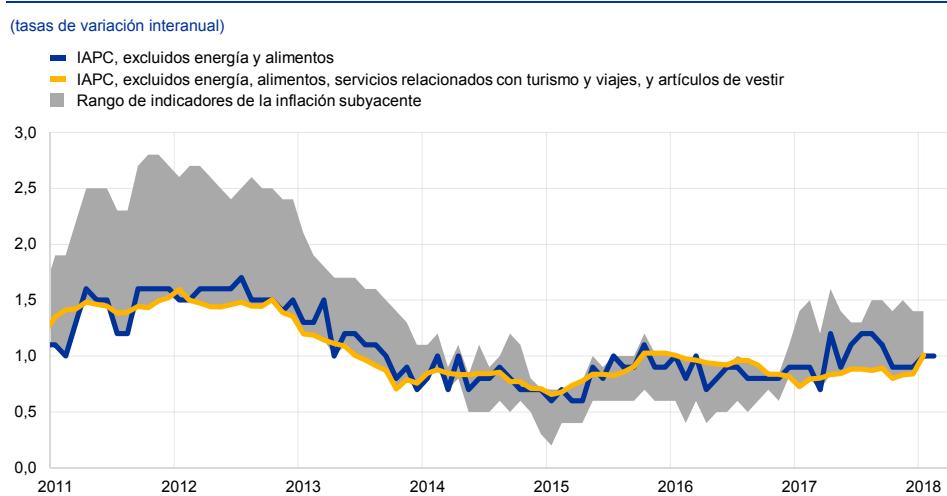
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2018 (estimaciones de avance).

**Los indicadores de la inflación subyacente se estabilizaron o aumentaron ligeramente al comienzo del año, tras la moderación observada a finales de 2017.** La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se

situó en una tasa del 1 % en febrero de 2018, sin variación con respecto a enero, pero superior al 0,9 % registrado en diciembre de 2017 (véase gráfico 18). La moderación de finales de 2017 reflejó, en parte, el impacto del acusado descenso de las tasas de variación de los precios de varios servicios<sup>1</sup>. También se recuperó la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, así como los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, que suelen verse influidos por los efectos de calendario y por las fechas de las rebajas, respectivamente. Sin embargo, en conjunto, los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron contenidos y aún no han mostrado signos más convincentes de un ajuste sostenido al alza.

**Gráfico 18**  
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media truncada al 10 %, la media truncada al 30 %, y la mediana del IAPC. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2018 (IAPC, excluidos la energía y los alimentos: estimación de avance) y a enero de 2018 (resto de los indicadores).

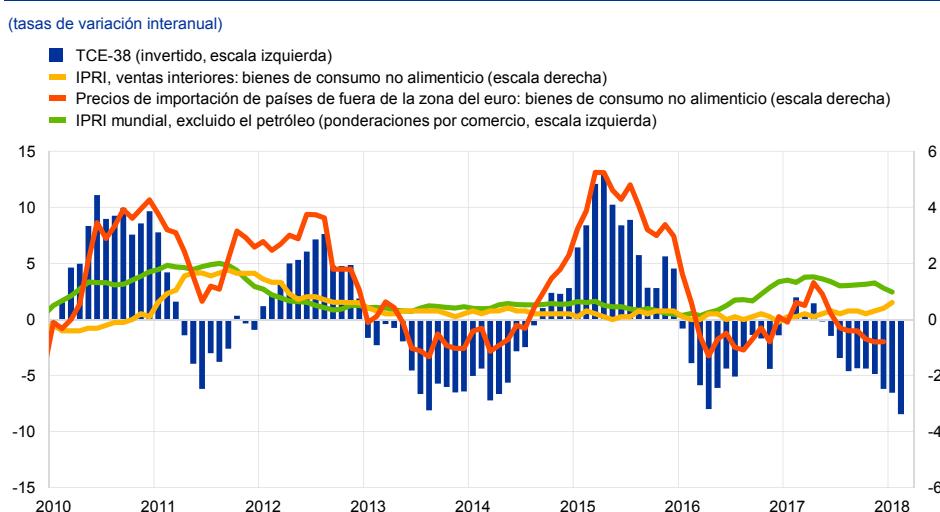
**Las presiones sobre los precios de los bienes industriales no energéticos del IAPC se mantuvieron contenidas en general.** La inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial se volvió a reducir ligeramente en enero, pero se mantuvo en niveles elevados. La evolución reciente de los precios del petróleo y de las materias primas en términos interanuales sugiere que también en los próximos meses se relajarán las presiones sobre los precios en las primeras fases (véase gráfico 19). Sin embargo, por el momento las presiones inflacionistas a la baja generadas por la apreciación del euro son principalmente visibles en el descenso del ritmo de variación de los precios de importación. En el caso de los bienes intermedios, la tasa de variación de los precios de importación disminuyó hasta situarse en el 2,1 % en diciembre de 2017 —frente al 3,1 % de noviembre—, mientras que la correspondiente a los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo en el –0,8 %, igual que en noviembre. Por lo que se refiere a las ventas interiores, hasta ahora, la evolución de los precios de producción no parece haberse visto

<sup>1</sup> Véase también el recuadro titulado «El papel de la estacionalidad y los valores atípicos en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos», en este Boletín Económico.

afectada por el abaratamiento de los consumos intermedios importados asociado a la apreciación. En particular, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se incrementó desde el 0,4 % registrado en diciembre de 2017 hasta el 0,6 % en enero de 2018, el nivel más elevado desde diciembre de 2012. Lo mismo ha ocurrido con los precios de los bienes de consumo: pese a las presiones a la baja derivadas del descenso de la tasa de variación de los precios de los bienes finales importados, el ritmo de avance del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguió aumentando. En febrero de 2018, se situó, según la estimación de avance de Eurostat, en el 0,7 %, frente al 0,6 % de enero y el 0,5 % de diciembre de 2017.

### Gráfico 19

#### Evolución del tipo de cambio y precios de importación y de producción



Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2018 para el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a 38 de sus principales socios comerciales (TCE-38), a enero de 2018 para el índice de precios industriales (IPRI) de los bienes de consumo no alimenticio y el IPRI mundial, excluido el petróleo, y a diciembre de 2017 para los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio de países fuera de la zona del euro.

**La evolución reciente respalda la idea de que el crecimiento salarial muestra una tendencia alcista gradual y de que las presiones de costes de origen interno están creciendo progresivamente.** El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó desde el mínimo del 1,1 % registrado en el segundo trimestre de 2016 hasta el 1,6 % en el tercer trimestre de 2017<sup>2</sup>. Este incremento reflejó principalmente la mayor contribución de la deriva salarial, que suele reaccionar a los cambios cíclicos con un menor retardo que los salarios negociados. Los salarios negociados crecieron solo ligeramente, a una tasa del 1,6 %, en el cuarto trimestre de 2017, frente al 1,5 % del tercer trimestre, pero los recientes acuerdos salariales de los países de la zona del euro señalan un repunte en los próximos meses. Aunque la evolución reciente del avance de los salarios está en consonancia con la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, es posible que su crecimiento siga estando lastrado por factores como la baja inflación

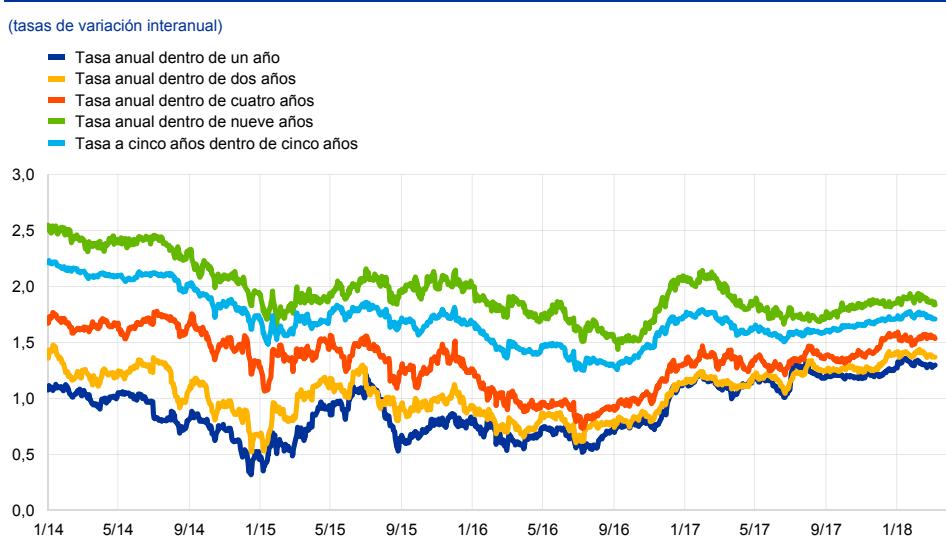
<sup>2</sup> El 7 de marzo de 2018, la tasa de crecimiento correspondiente al tercer trimestre de 2017 se revisó a la baja en 0,1 puntos porcentuales con la segunda estimación de Eurostat del crecimiento trimestral del PIB real de la zona del euro.

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.

**Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables.** El tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,71 % el 7 de marzo de 2018, prácticamente sin variación desde mediados de diciembre, pero ligeramente por debajo del nivel observado a finales de enero (véase gráfico 20). El perfil a futuro de los indicadores de mercado, basado en las expectativas de inflación, sigue señalando un período prolongado de inflación reducida, y un retorno solo gradual hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. La probabilidad neutral al riesgo de que la inflación media sea negativa en los cinco próximos años, implícita en los mercados de opciones de inflación, no es significativa y, por tanto, sugiere que en la actualidad los mercados consideran que el riesgo de deflación es muy bajo. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2018, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido básicamente estables en el 1,85 %.

**Gráfico 20**

#### Indicadores de mercado de las expectativas de inflación



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

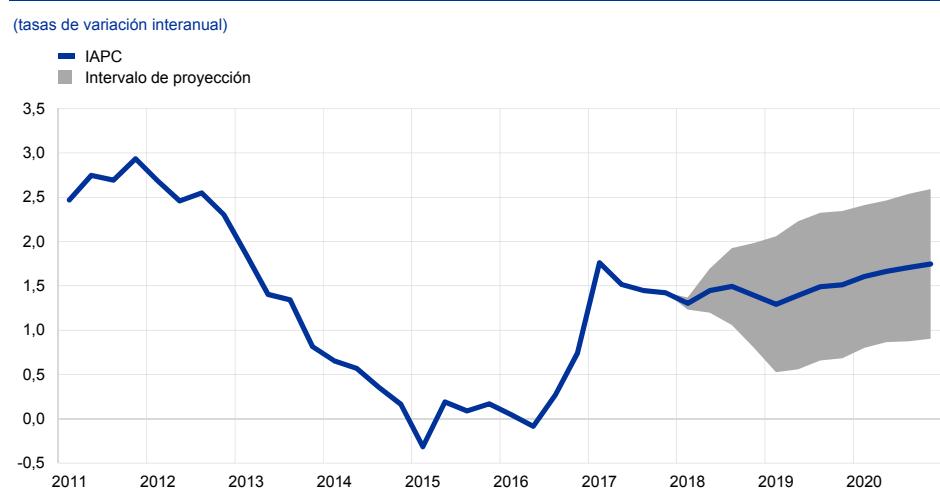
Nota: Las últimas observaciones corresponden al 7 de marzo de 2018.

**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018, se espera que la inflación medida por el IAPC aumente solo hacia el final del horizonte de proyección.** Sobre la base de la información disponible a mediados de febrero, las proyecciones sitúan la inflación anual medida por el IAPC de la zona del euro en el 1,4 % en 2018, el 1,4 % en 2019 y el 1,7 % en 2020 (véase gráfico 21), lo que implica una ligera revisión a la baja en 2019 en comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017<sup>3</sup>. Se espera que los

<sup>3</sup> Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 8 de marzo de 2018.

retrocesos del componente energético del IAPC en 2018 y 2019 se vean compensados, en gran medida, por el avance de la inflación subyacente, proyectándose que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, pase del 1,1 % en 2018 al 1,5 % en 2019 y al 1,8 % en 2020. Algunos factores importantes que explican el repunte gradual de la inflación subyacente son las nuevas mejoras de la situación en los mercados de trabajo de la zona del euro, con tensiones crecientes en dichos mercados y una notable escasez de oferta de trabajo en algunas partes de la zona. Aunque se espera que la reciente apreciación del tipo de cambio del euro tenga un impacto a la baja sobre la inflación, este descenso debería contrarrestarse en cierta medida con el intenso dinamismo del crecimiento que se observa actualmente en la zona del euro, debido a la mayor capacidad de las empresas de la zona del euro para fijar precios.

**Gráfico 21**  
Inflación medida por el IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 8 de marzo de 2018.

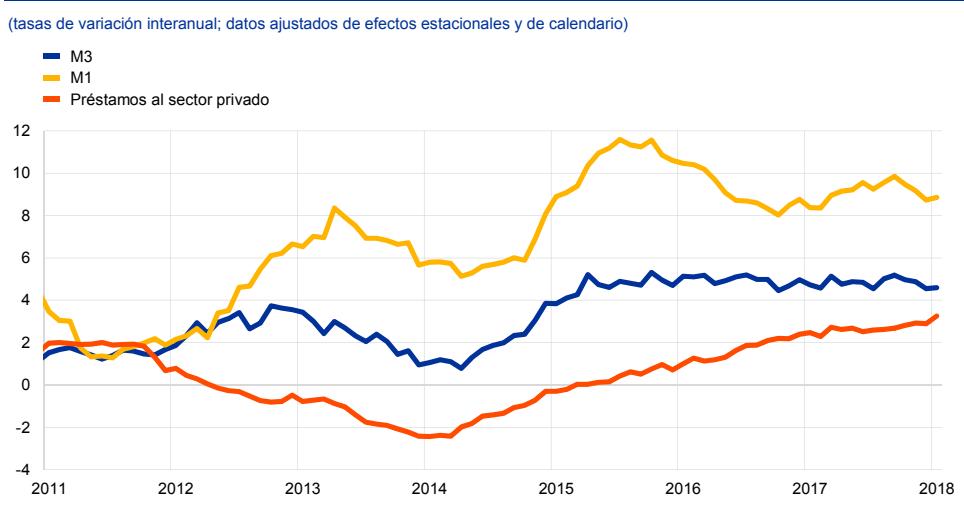
## 5

## Dinero y crédito

*En enero de 2018, el agregado monetario amplio continuó creciendo al sólido ritmo observado, en general, desde mediados de 2015. Al mismo tiempo, prosiguió la recuperación del crecimiento del crédito al sector privado. Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa a las sociedades no financieras se intensificó en el cuarto trimestre de 2017.*

**El crecimiento del agregado monetario amplio siguió siendo sólido —el 4,6 %— en enero de 2018, en consonancia con el ritmo sostenido de expansión monetaria registrado desde mediados de 2015 (véase gráfico 22).** El bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y 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 que repuntó hasta el 8,9 % en enero (frente al 8,7 % de diciembre de 2017), tras la caída registrada en los meses anteriores.

**Gráfico 22**  
M3, M1 y préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a enero de 2018.

**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 continuó siendo sólida en enero, aunque siguió moderándose. En cambio, la volátil tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las instituciones financieras no monetarias registró un fuerte incremento en enero, respaldando el crecimiento de M1 durante el mes. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación descendió ligeramente en enero, lo que volvió a indicar que no existe una marcada tendencia en el sector tenedor de dinero a sustituir los depósitos por efectivo en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos. Los depósitos a corto plazo

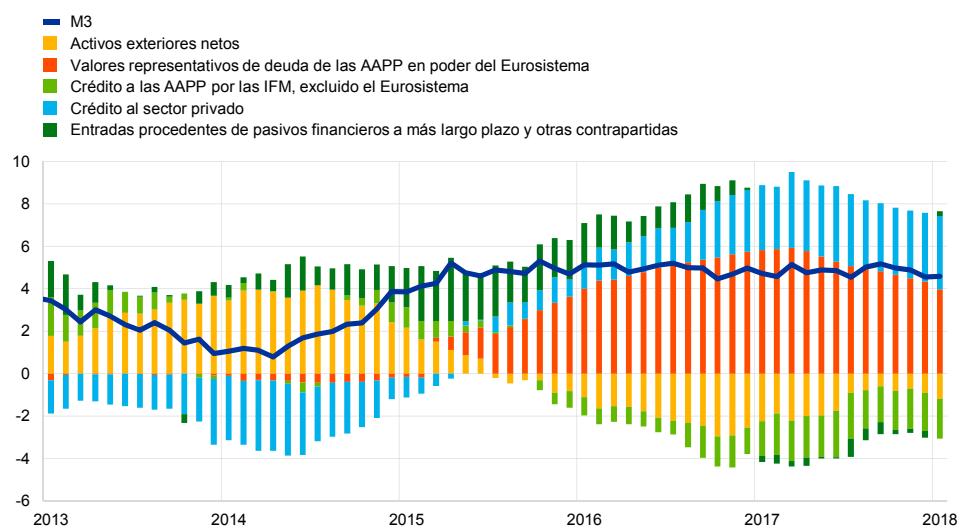
distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron afectando de forma adversa al agregado M3. La tasa de variación interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, fue de nuevo negativa en este período. Esta evolución obedeció a la pequeña contribución negativa de las participaciones en fondos del mercado monetario, que refleja el escaso atractivo actual de estos instrumentos, así como a una 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 23).** En lo que respecta a las contrapartidas, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedente del aumento del crédito al sector privado compensó, en parte, la disminución de las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), al haberse reducido las compras netas mensuales por parte del Eurosistema en 30 mm de euros a partir de enero de 2018. Las adquisiciones de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas realizadas por el Eurosistema (véanse las partes de color rojo de las barras del gráfico 23), sobre todo en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del BCE, continuaron contribuyendo favorablemente al avance de M3, mientras que la recuperación sostenida del crédito al sector privado (véanse las partes de color azul de las barras del gráfico 23) prestó un apoyo cada vez mayor al crecimiento de dicho agregado. En este último 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 contribuyó positivamente al crecimiento de M3 (se incluyen junto con otras contrapartidas en las partes de color verde oscuro de las barras del gráfico 23). 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 (véanse las partes de color verde claro de las barras del gráfico 23). Por último, los activos exteriores netos de las IFM (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 23) siguieron lastrando el crecimiento interanual de M3.

## Gráfico 23

### 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 las IFM, de la zona del euro. Por lo tanto, incluye las tenencias de valores representativos de deuda del Eurosystema adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP). La última observación corresponde a enero de 2018.

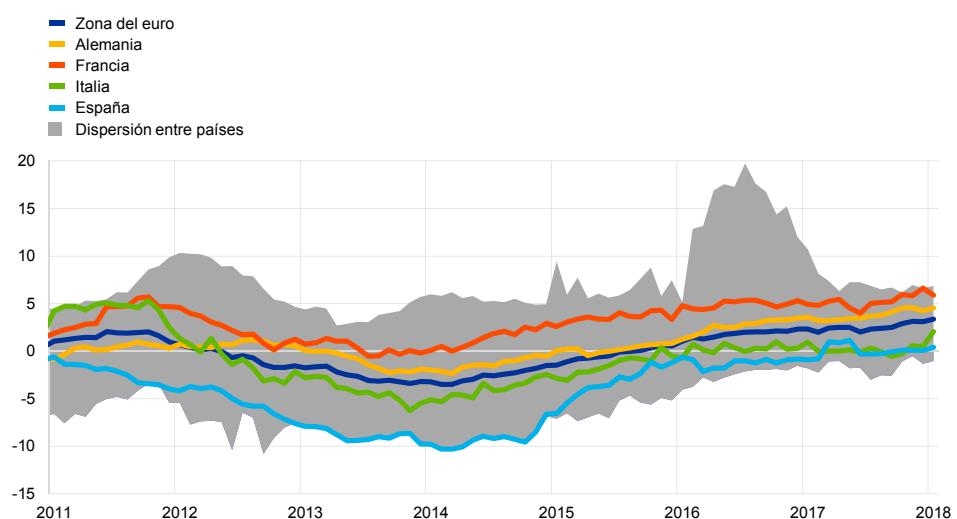
**Prosigue la recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) continuó su tendencia al alza en enero (véase gráfico 22). Por sectores, los préstamos a sociedades no financieras crecieron a una tasa interanual del 3,4 % en enero, frente a la tasa del 3,1 % de diciembre (véase gráfico 24). El avance de estos préstamos se ha recuperado considerablemente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014 y su dispersión entre países se ha reducido en general. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo sin variación en el 2,9 % en enero (véase gráfico 25). El significativo descenso de los tipos de interés del crédito bancario observado en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (sobre todo, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y la mejora general en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances y en la reducción de los préstamos dudosos, aunque el nivel de estos últimos sigue siendo elevado en algunos países y puede continuar limitando la concesión de crédito<sup>4</sup>.

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

### Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual)



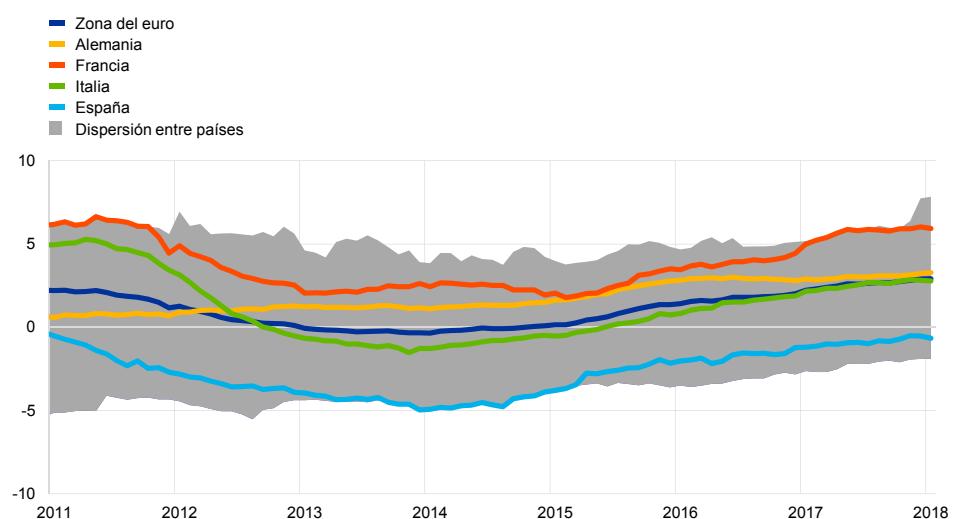
Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional 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 enero de 2018.

### Gráfico 25

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 titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional 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 enero de 2018.

### Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron en

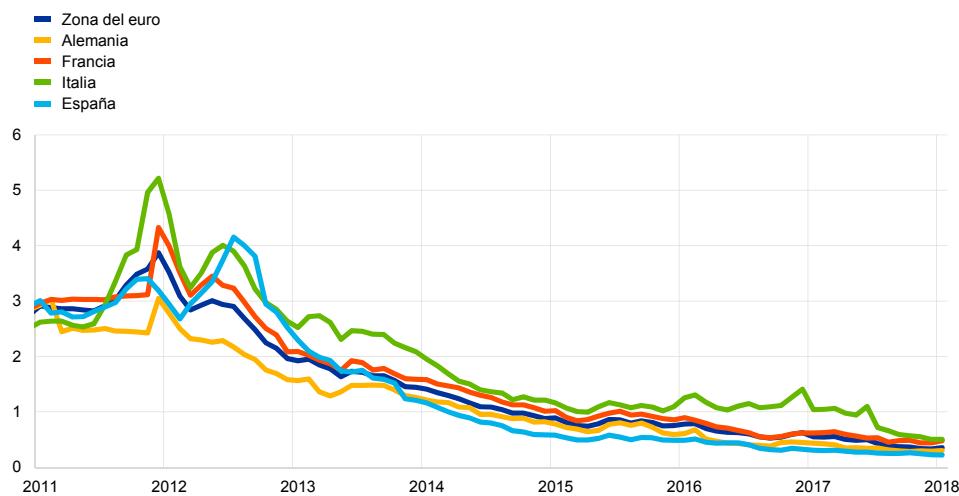
**mínimos históricos.** El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda se mantuvo prácticamente sin variación en un nivel históricamente bajo en enero (véase el gráfico 26), lo que se explica por la estabilidad de los costes de los depósitos, pese al ligero incremento de la rentabilidad de los bonos bancarios

en enero. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, la amortización neta de 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 las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito.

### Gráfico 26

#### 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 enero de 2018.

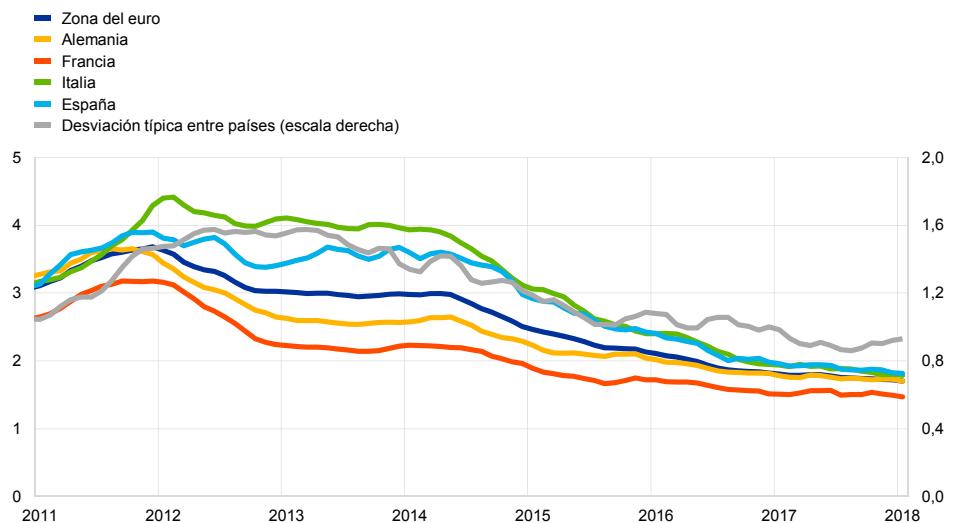
**Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras se redujeron hasta situarse en un nuevo mínimo histórico.** En enero de 2018, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 27) volvieron a disminuir hasta registrar un mínimo histórico del 1,67 %, y los de los préstamos a hogares (véase gráfico 28) se mantuvieron prácticamente sin variación en el 1,84 %, algo por encima del mínimo histórico del 1,78 % alcanzado en diciembre de 2017. En general, los tipos de interés sintéticos del crédito bancario otorgado a estos dos sectores han bajado considerablemente 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 en la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de estos préstamos. El descenso de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido la reducción de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Entre mayo de 2014 y enero de 2018, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron 126 puntos básicos y 108 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 ese 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. 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 27

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



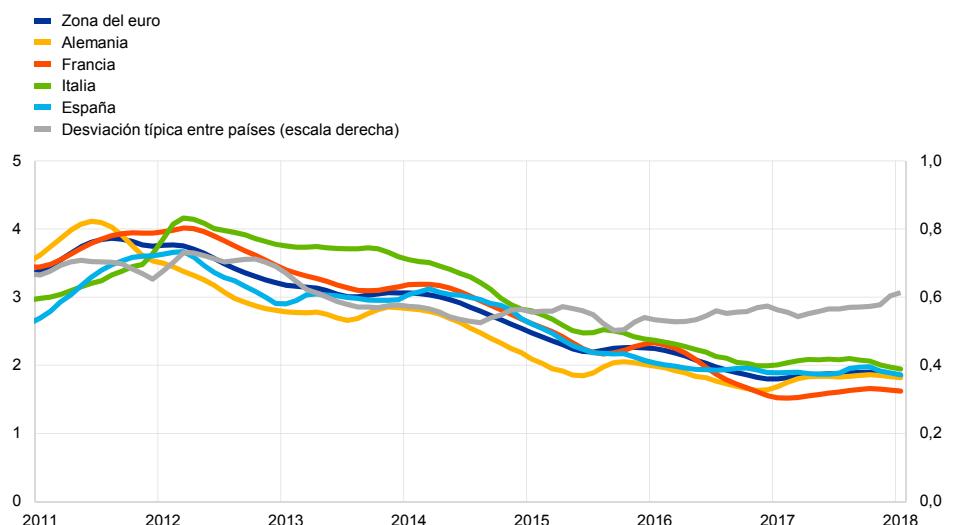
Fuente: BCE.

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 enero de 2018.

### Gráfico 28

#### 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 enero de 2018.

**Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa a las sociedades no financieras de la zona del euro se intensificó en el cuarto trimestre de 2017.** Esta evolución refleja mejoras adicionales del crédito bancario y efectos base. 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 del número de 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 se moderaron en el cuarto trimestre de 2017.** Pese a que las emisiones netas fueron positivas en octubre y en noviembre, en diciembre pasaron a ser negativas. Sin embargo, los datos de mercado apuntan a que la actividad emisora volvió a fortalecerse en enero y permaneció en niveles sólidos en febrero. Las emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se mantuvieron contenidas en el cuarto trimestre de 2017.

**El coste de financiación de las sociedades no financieras ha aumentado ligeramente desde enero.** 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, se incrementó en torno a 15 puntos básicos, hasta situarse en el 4,6 % en febrero, tras permanecer estable durante varios meses. La mayor parte del aumento registrado desde enero de 2018 puede atribuirse al alza de los costes de los valores de renta fija y de las acciones. Aunque el coste actual de la financiación externa se sitúa en torno a 50 puntos básicos por encima del mínimo histórico de julio de 2016, permanece por debajo del nivel observado a mediados de 2014, cuando empezaron a surgir expectativas de mercado sobre la introducción del programa de compras de valores públicos (PSPP).

## 6

## Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018, se espera que el déficit presupuestario de la zona del euro experimente una reducción adicional a lo largo del horizonte de proyección (2017-2020). La mejora de las perspectivas de las finanzas públicas es consecuencia, principalmente, de unas condiciones cíclicas favorables y de la disminución de los pagos por intereses, al tiempo que las medidas discrecionales de consolidación son limitadas. A tenor de las proyecciones, la orientación general media de la política fiscal de la zona del euro seguirá siendo prácticamente neutral en 2018-2020. La deuda en relación con el PIB de la zona del euro continuará descendiendo, aunque se mantendrá en niveles elevados. En particular, los países con altos niveles de deuda se beneficiarán de la reconstitución de los colchones fiscales.

**Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuya a lo largo del horizonte de proyección.** Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018<sup>5</sup>, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá gradualmente desde el 1 % del PIB de 2017 hasta el 0,3 % del PIB en 2020 (véase cuadro 1). La mejora de las perspectivas de las finanzas públicas, algo más positivas que las de las proyecciones de diciembre de 2017, es resultado, principalmente, de unas condiciones cíclicas favorables y de la disminución de los pagos por intereses.

### Cuadro 1

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

(en porcentaje del PIB)

	2017	2018	2019	2020
a. Ingresos totales	46,0	45,6	45,3	45,2
b. Gastos totales	47,0	46,3	45,9	45,5
de los cuales:				
c. Gasto por intereses	2,0	1,9	1,8	1,7
d. Gasto primario (b - c)	45,0	44,5	44,1	43,8
Saldo presupuestario (a - b)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3
Saldo presupuestario primario (a - d)	1,0	1,1	1,1	1,4
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-1,1	-1,0	-1,1	-0,9
Saldo estructural primario	1,0	0,9	0,8	0,9
Deuda bruta	86,7	84,4	82,1	79,7
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	2,4	2,3	1,9	1,7

Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

<sup>5</sup> Véanse las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018.

**Se prevé que la orientación media de la política fiscal de la zona del euro se mantenga prácticamente neutral en 2018-2020<sup>6</sup>.** Se espera que los recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales soportadas por los trabajadores se vean compensados en gran parte por las subidas de los impuestos indirectos y el débil crecimiento del gasto público actual. Según las proyecciones, la orientación de la política fiscal también será neutral en 2019-2020, ya que se prevé que las medidas expansivas por el lado de los ingresos se compensen totalmente con una contención adicional del gasto público, lo que sugiere que los países de la zona del euro no tienen previsto aprovechar la mayor solidez y madurez de la expansión económica para constituir colchones fiscales. Como se señala en el recuadro titulado «La orientación de la política fiscal durante períodos de expansión anteriores» de este Boletín Económico, las políticas fiscales en épocas de bonanza económica no han sido, generalmente, lo suficientemente contracíclicas durante la fase de expansión previa a la crisis financiera.

**Se espera que los elevados niveles de deuda pública de la zona del euro continúen descendiendo.** A tenor de las proyecciones, la ratio media de deuda de la zona del euro en relación con el PIB, que registró un máximo en 2014, disminuirá desde el 86,7 % del PIB de 2017 hasta el 79,7 % del PIB a finales de 2020. La reducción de esta ratio se sustenta en el aumento sostenido de los superávits primarios y en unos diferenciales entre tipos de interés y crecimiento positivos como consecuencia de unas perspectivas macroeconómicas, en general, favorables. En comparación con las proyecciones de diciembre, las perspectivas para la ratio media de deuda han mejorado, reflejando un efecto de comparación a la baja con respecto a 2017 y contribuciones ligeramente más elevadas de los diferenciales entre tipos de interés y crecimiento. Sin embargo, la evolución de la ratio media de deuda en relación con el PIB de la zona del euro oculta importantes diferencias entre países. Mientras que en la mayoría de los países de la zona del euro se espera un descenso de la ratio de deuda, en algunos se incrementará. Es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales —respetando íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento—, especialmente en los países con niveles de deuda elevados, para que la ratio de deuda se sitúe en una firme senda descendente y para reducir la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o ante un rápido repunte de los tipos de interés. Esta valoración también se ve respaldada por el análisis realizado por la Comisión Europea en el informe publicado recientemente titulado «[Debt Sustainability Monitor 2017](#)», en el que se llega a la conclusión de existen riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo en varios Estados miembros. En este sentido, las reformas de los sistemas de pensiones no solo contribuyen a la sostenibilidad fiscal a largo plazo, sino que, en general, también pueden ayudar a moderar los efectos

---

<sup>6</sup> La orientación de la política fiscal refleja la dirección y la magnitud 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 el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

macroeconómicos potencialmente adversos del envejecimiento de la población, como se señala en el artículo titulado «El impacto económico del envejecimiento de la población y las reformas de los sistemas de pensiones» de este Boletín Económico.

## Recuadros

### 1 ¿Perdurarán las recientes subidas del precio del petróleo?

Irma Alonso Álvarez y Frauke Skudelny

**Los precios del petróleo aumentaron desde unos 45 dólares estadounidenses por barril a finales de junio de 2017 hasta alrededor de 65 dólares por barril a principios de marzo de 2018** (véase gráfico A). Los principales determinantes de esta subida fueron un crecimiento mayor de lo esperado de la demanda global, la estrategia adoptada por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y por algunos países productores no pertenecientes a esta organización de ajustar su producción —contrarrestada parcialmente por el aumento de la de Estados Unidos— y los acontecimientos geopolíticos. En este recuadro se analizan estos factores a partir de un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR), así como la probabilidad de que perduren.

**Gráfico A**  
Precios del Brent



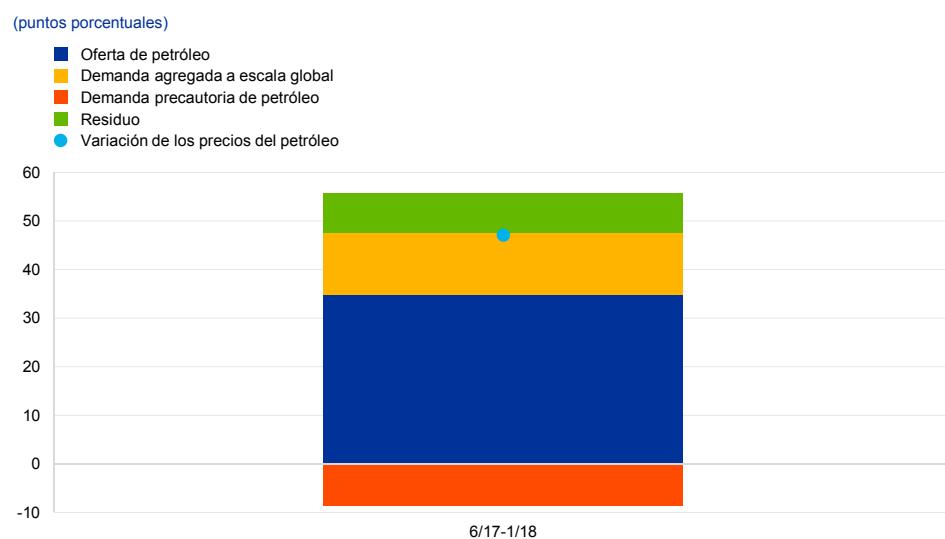
Fuente: Bloomberg.

**El crecimiento mayor de lo esperado de la demanda mundial es uno de los factores que explican la subida de los precios del petróleo desde mediados de 2017.** Sobre la base de un modelo SVAR similar al desarrollado por Kilian y Murphy<sup>7</sup>, el gráfico B muestra las contribuciones de la oferta de petróleo, de la demanda agregada y de la demanda precautoria de crudo a la variación de sus precios desde junio de 2017. Los resultados indican que la demanda agregada a escala global (barra amarilla) contribuyó a impulsar los precios del petróleo durante el período considerado. De hecho, las expectativas de crecimiento mundial para

<sup>7</sup> Véase L. Kilian y D. Murphy, «The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil», *Journal of Applied Econometrics*, volumen 29, número 3, 2014, pp. 454-478.

2017 se revisaron al alza en las proyecciones de los expertos del BCE. El modelo utilizado señala, no obstante, que factores de oferta, como el acuerdo adoptado conjuntamente por los países de la OPEP y otros productores para reducir su producción y las interrupciones imprevistas, desempeñaron un papel más importante a la hora de explicar la dinámica de los precios en la segunda mitad de 2017.

### Gráfico B Determinantes de los precios del petróleo



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía (AIE), US Energy Information Administration (US EIA) y cálculos del BCE.

**Un segundo factor impulsor del aumento de los precios del petróleo, aún más relevante, es la eficacia de la estrategia adoptada por los países de la OPEP y otros países productores de reducir su producción.** En noviembre de 2016, los países de la OPEP y otros países productores acordaron restringir su producción de crudo para tratar de establecer un precio mínimo para esta materia prima. Inicialmente, la Declaración de Cooperación abarcaba el período comprendido hasta junio de 2017, que en mayo de 2017 se amplió hasta marzo de 2018 y en noviembre hasta diciembre de 2018. El éxito de esta estrategia depende principalmente de dos factores: el cumplimiento del acuerdo y la reacción de la producción de crudo estadounidense.

**El grado de cumplimiento del acuerdo fue bastante elevado en la segunda mitad de 2017.** El gráfico C muestra los cambios en la producción de crudo de los países de la OPEP (barras azul oscuro) y de los países no pertenecientes a la OPEP firmantes del acuerdo (barras rojas), junto con los recortes acordados. Durante la segunda mitad de 2017, el cumplimiento del acuerdo fue mayor, lo que reforzó su credibilidad y contribuyó a impulsar al alza los precios del petróleo. La mayor tasa de cumplimiento de los países participantes pertenecientes y no pertenecientes a la OPEP durante este período se tradujo en un recorte adicional de la producción de 0,4 mb/d en comparación con el nivel observado entre enero y junio de 2017. Además, la evolución reciente sugiere que estos países mantendrán su política de reducción de la producción hasta el final de 2018 y posiblemente más allá.

**Al mismo tiempo, la producción de petróleo en Estados Unidos repuntó (barras azul claro del gráfico C), especialmente en la segunda mitad de 2017, contrarrestando parcialmente el impacto del mayor cumplimiento del acuerdo.**

Otros países también han incrementado su producción desde octubre de 2016<sup>8</sup>.

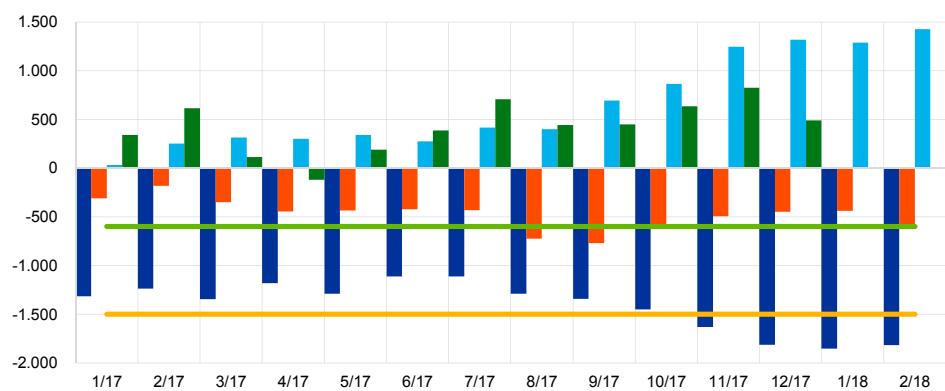
Según datos de Rystad Energy, la inversión en el sector del petróleo no convencional estadounidense creció en 2017 y se espera que continúe haciéndolo en los próximos años. Mientras el precio del petróleo no caiga hasta situarse por debajo de unos 50 dólares por barril, es probable que el aumento de la producción en EE.UU. sea de carácter más duradero, ya que el petróleo no convencional es rentable en torno a este nivel<sup>9</sup>.

### Gráfico C

#### Cambios en la producción de petróleo con respecto a octubre de 2016

(miles de barriles diarios)

- Producción total de la OPEP
- Recorte acordado por los países miembros de la OPEP
- Países no pertenecientes a la OPEP participantes en el acuerdo
- Recorte acordado por países no pertenecientes a la OPEP
- Estados Unidos
- Otros países



Fuentes: AIE y cálculos del BCE.

Notas: Los cambios en la producción de petróleo se calculan tomando octubre de 2016 como mes de referencia, tal como se establece en el acuerdo alcanzado en noviembre de 2016. «Otros países» se refiere a la producción mundial excluida la producción de Estados Unidos y de los países pertenecientes y no pertenecientes a la OPEP que han suscrito el acuerdo.

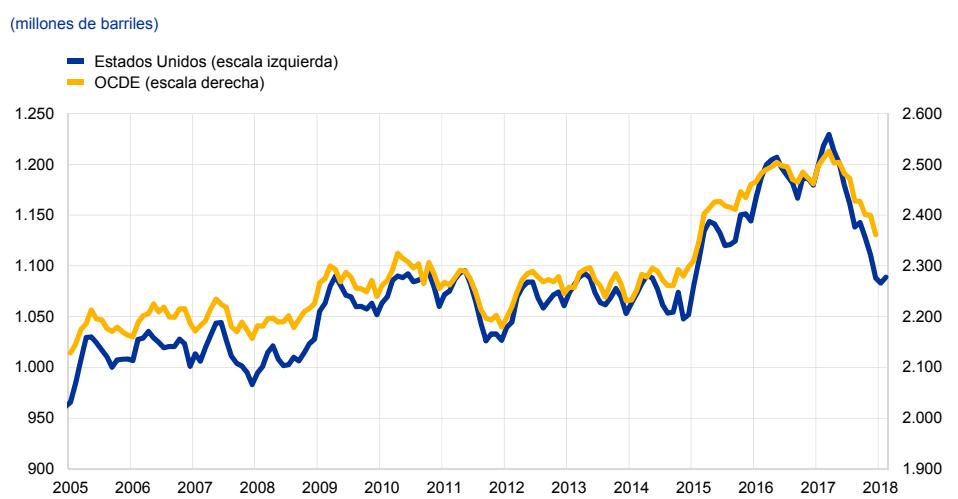
**La persistente caída de las existencias (véase gráfico D) sugiere que los mercados de petróleo se están tensionando más, lo que ha generado presiones adicionales al alza sobre los precios de esta materia prima y explica por qué la curva de futuros sobre los precios del petróleo se encuentra actualmente en *backwardation* (muestra una pendiente negativa).** Cuando los niveles de existencias son bajos, el «rendimiento por conveniencia» (es decir, el beneficio de almacenar petróleo) es elevado, lo que en igualdad de condiciones provoca un aumento del precio al contado en comparación con el precio de los

<sup>8</sup> En el acuerdo de recorte de la producción de noviembre de 2016 se utilizaron los niveles de octubre de ese año como base de referencia para ajustar la producción de crudo, excepto en el caso de Angola, cuyo mes de referencia fue septiembre de 2016.

<sup>9</sup> Según datos micro de Rystad Energy, el umbral medio de rentabilidad de la producción de petróleo no convencional estadounidense se sitúa próximo a 50 dólares.

futuros. Esto significa que, en un escenario de *backwardation*, la pendiente de la curva de futuros tiende a presentar mayor inclinación cuando el nivel de existencias es reducido. El papel crucial que desempeñan las existencias explica por qué los mercados reaccionan con tanta intensidad ante sorpresas en los datos relativos a esta variable, especialmente en Estados Unidos. Por ejemplo, si la reducción de las existencias es mayor de lo que anticipan los mercados, los precios tienden a subir debido a las expectativas de que se produzca un reajuste en el mercado, como sucedió en el cuarto trimestre de 2017.

#### Gráfico D Existencias



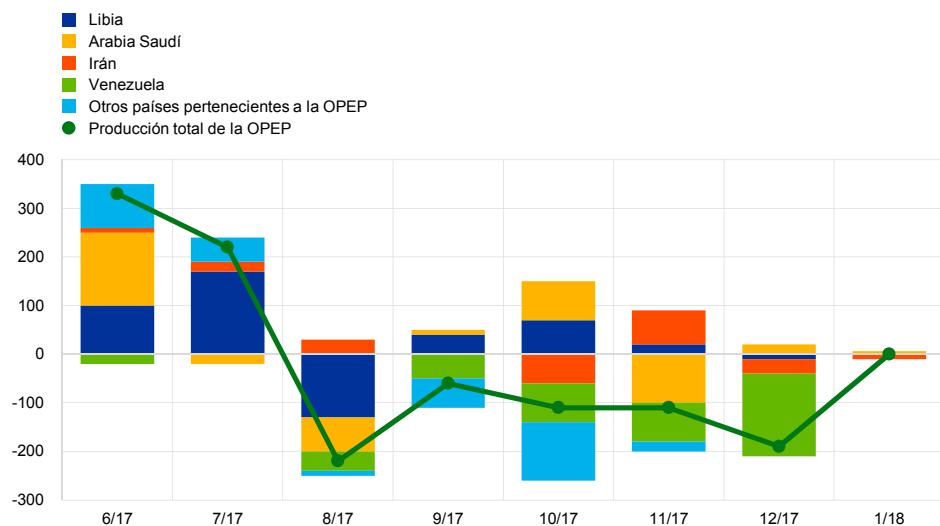
Fuentes: AIE y US EIA.

**Por lo que se refiere al tercer factor que influye sobre los precios del petróleo, en la segunda mitad de 2017 se produjeron una serie de acontecimientos geopolíticos y de interrupciones en la producción que contribuyeron a impulsar al alza estos precios.** Las turbulencias políticas en Venezuela, junto con el deterioro de la red de oleoductos y la imposición de sanciones económicas por parte de Estados Unidos, provocó un nuevo descenso de la producción de crudo del país, de aproximadamente 0,4 mb/d, en el segundo semestre de 2017 (véase gráfico E). Irán también se vio afectado por un episodio de inestabilidad política en diciembre. Aunque se trató de un episodio breve con un impacto marginal sobre la producción, suscitó inquietud sobre la posibilidad de que Estados Unidos endureciera su política con respecto a este país y volviera a imponer sanciones a medio plazo. Además, los trabajos de mantenimiento del período estival redujeron la producción de petróleo en Rusia, México y el mar del Norte. Por último, la explosión de un oleoducto en Libia provocó una caída de 0,1 mb/d de la producción de crudo durante una semana en diciembre, al tiempo que el cierre por reparaciones del oleoducto Forties en el mar del Norte hizo que la oferta se redujera en 0,25 mb/d, aproximadamente, entre mediados de diciembre y mediados de enero. Estos factores geopolíticos y las interrupciones en la producción, que probablemente sean temporales en su mayoría, se reflejan en la contribución positiva de la oferta al aumento de los precios del petróleo que se muestra en el gráfico B. De cara al

futuro, la incierta situación geopolítica en Venezuela e Irán podría afectar a los precios del crudo y dar lugar a un ligero repunte de la volatilidad en el corto plazo.

**Gráfico E**  
Producción de petróleo de la OPEP

(variación intermensual en miles de barriles por día)



Fuentes: AIE y cálculos del BCE.

**Aunque, en general, parece que algunos de los determinantes del alza de los precios del petróleo desde mediados de 2017 son de carácter temporal, se espera que el impacto de otros factores sea más duradero, en particular la producción de petróleo no convencional y el acuerdo alcanzado por los países productores pertenecientes y no pertenecientes a la OPEP para tensionar el mercado.** Los precios del crudo descendieron ligeramente en febrero debido a la desaparición de factores temporales, como el cierre de oleoductos y la inestabilidad política en Irán. El incremento inesperado de las existencias de crudo de Estados Unidos y la revisión al alza de las previsiones de producción de crudo en este país en los próximos años han suscitado dudas acerca de la capacidad de la demanda para mantenerse al ritmo de la creciente oferta. En este contexto, el éxito de la estrategia de la OPEP dependerá no solo del grado de compromiso de sus miembros, que demostró ser bastante elevado durante la segunda mitad de 2017, sino también de la rapidez con la que reaccione la producción de petróleo en los países que no han participado en el acuerdo, en particular Estados Unidos, donde el umbral medio de rentabilidad se sitúa en unos 50 dólares por barril.

## 2

# La liquidez de los mercados de deuda soberana de la zona del euro desde la puesta en marcha del PSPP

Linas Jurkšas, Daniel Kapp, Ken Nyholm y Julian Von Landesberger

La liquidez de los mercados de deuda soberana de la zona del euro es importante para la transmisión de la política monetaria del BCE. En concreto, un elevado grado de liquidez refuerza el vínculo entre las decisiones de política monetaria del BCE, la curva de rendimientos, el precio de los activos financieros en general, y el coste total y los flujos de financiación de la economía. La liquidez de estos mercados requiere un seguimiento más estrecho desde que comenzó a implementarse el programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del BCE, en cuyo marco se ha adquirido una proporción significativa del saldo vivo de la deuda soberana de la zona del euro. En este contexto, este recuadro presenta algunos de los indicadores de liquidez de los mercados que son objeto de seguimiento periódico por parte del BCE. En general, los indicadores sugieren que las condiciones de liquidez de los mercados de deuda soberana no se han deteriorado desde la puesta en marcha del PSPP (el 9 de marzo de 2015).

**Un mercado líquido suele caracterizarse por el hecho de que la ejecución de una operación estándar tiene un impacto limitado en los precios.** En otras palabras, un mercado líquido tiene libros de órdenes «profundos» que se reponen con rapidez tras la ejecución de una operación. En consecuencia, las variaciones que experimentarían los precios después de una operación serían mínimas y transitorias. Naturalmente, si se considera que una operación ejecutada proporciona nueva información sobre el valor fundamental del activo negociado se produciría un ajuste proporcional de los precios de compra y de venta, pero el libro de órdenes en torno a los nuevos niveles de precios seguiría siendo profundo.

**Habitualmente, los indicadores de liquidez de los mercados se centran en uno o varios aspectos del coste de las operaciones, de la profundidad y/o resistencia de los mercados.** El indicador más simple es el diferencial entre cotizaciones de compra y de venta, que proporciona información sobre el coste que cabe esperar de la operación. Se pueden construir indicadores más informativos combinando, por ejemplo, la información sobre el diferencial con la profundidad del libro de órdenes, que es un indicador del volumen de operaciones que el mercado puede absorber en un momento determinado. Las medidas de la profundidad de los mercados suelen basarse en información obtenida del libro de órdenes limitadas<sup>10</sup>, en el que figuran los volúmenes y precios a disposición de los intermediarios. La resistencia es una función de la dinámica de los mercados, como cuánto tiempo tardan en reponerse los libros de órdenes después de ejecutar una operación, es decir, se centra en la dimensión temporal de la liquidez de mercado.

**En este recuadro se analiza la liquidez de los mercados de deuda soberana de la zona del euro a partir de tres indicadores: el indicador de Amihud, un**

<sup>10</sup> Un libro de órdenes limitadas es un sistema de negociación en el que los precios de compra y de venta presentados por los participantes en el mercado permanecen almacenados en espera y se ejecutan con arreglo a una secuencia predeterminada.

**indicador de liquidez basado en los libros de órdenes y un indicador de liquidez basado en las operaciones ejecutadas.** Aunque los tres indicadores se basan en conjuntos de datos de mercado diferentes (operaciones ejecutadas en el mercado, libros de órdenes limitadas y cotizaciones, respectivamente), se centran fundamentalmente en las dimensiones de coste y de profundidad de la liquidez.

**El indicador de Amihud se utiliza ampliamente y compara las variaciones absolutas de los precios con los volúmenes negociados<sup>11</sup>.** Para un bono determinado se define como la ratio entre la variación absoluta del precio y el volumen negociado durante cierto intervalo de tiempo. Un problema de carácter práctico que se plantea al aplicar este indicador a la deuda pública es que la mayor parte de las operaciones se realizan en el mercado OTC, por lo que resulta difícil obtener datos sobre precios y volúmenes de operaciones, especialmente en un horizonte intradía. Por otra parte, el indicador no tiene en cuenta el hecho de que, evidentemente, los precios de la deuda pueden cambiar por motivos distintos de la falta de liquidez. Para resolver estos problemas, en el caso de la variante considerada en este recuadro se parte del supuesto de que el volumen diario negociado (sobre el que ya se dispone de datos) se distribuye de forma homogénea a lo largo del día, y la variación absoluta del precio se ajusta para eliminar el efecto de la tendencia general del mercado. Como este indicador se centra en dos dimensiones de la liquidez (coste y profundidad), con frecuencia es útil para precisar qué aspecto está determinando la evolución de la liquidez en períodos de tiempo concretos. El indicador agregado para la zona del euro se obtiene calculando primero la media de los valores de los indicadores de Amihud de toda la deuda soberana admisible en el PSPP de un país determinado, y ponderando a continuación los indicadores sintéticos de cada país por el PIB respectivo.

**El indicador de liquidez del libro de órdenes se basa en datos sobre los diferenciales entre los precios de compra y de venta y en los volúmenes cotizados obtenidos de los libros de órdenes limitadas.** Por lo tanto, no se necesitan datos sobre operaciones efectivas. No obstante, este indicador depende de hasta qué punto el libro de órdenes limitadas es representativo del mercado. Para un bono concreto se calcula como la suma de las cinco mejores cotizaciones de compra y de venta del libro de órdenes, dividida por la suma de los volúmenes cotizados correspondientes, lo que queda ilustrado en la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned} \text{Puntuación de liquidez del libro de órdenes}_{t,5 \text{ mejores}} &= \frac{\text{DIFERENCIAL}_{t,5 \text{ mejores}}}{\text{VOLÚMENES}_{t,5 \text{ mejores}}} \\ &= \frac{\frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Compra}(j)} - \frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Venta}(j)}}{\sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Compra}(j)} + \sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Venta}(j)}} \end{aligned}$$

donde «t» es la hora a la que el libro de órdenes limitadas se «bloquea» para efectuar el cálculo. «P» es el precio, y «Compra» y «Venta» indican en qué lado del libro de órdenes figura el precio. La variable «Q» es el volumen que puede negociarse a un precio cotizado determinado y «j» indica el orden de prioridad de las ofertas en el libro de órdenes limitadas (los cinco mejores precios de compra y de venta con los correspondientes volúmenes). El indicador se calcula para la

<sup>11</sup> Véase Y. Amihud, «Liquidity and stock returns: cross-section and time-series effects», *Journal of Financial Markets*, vol. 5(1), pp. 31-56, 2002.

segunda emisión más reciente de deuda soberana a diez años de cada país y, a continuación, los resultados se ponderan por el PIB de los respectivos países para obtener un indicador agregado de la zona del euro.

**El indicador de liquidez basado en las operaciones ejecutadas utiliza la información que proporcionan los precios de las operaciones realizadas en el PSPP.** Al llevar a cabo operaciones del PSPP en el mercado OTC se obtienen cotizaciones en firme de precios y volúmenes de diversas contrapartidas. Las diferencias entre estas cotizaciones contienen información sobre el grado de liquidez del mercado. Para un bono determinado, este indicador se define como el diferencial entre las dos mejores cotizaciones, dividido por la duración del bono. Solo se consideran cotizaciones de operaciones realmente ejecutadas. El indicador para la zona del euro en su conjunto se calcula como la media ponderada por volumen de toda la deuda soberana negociada.

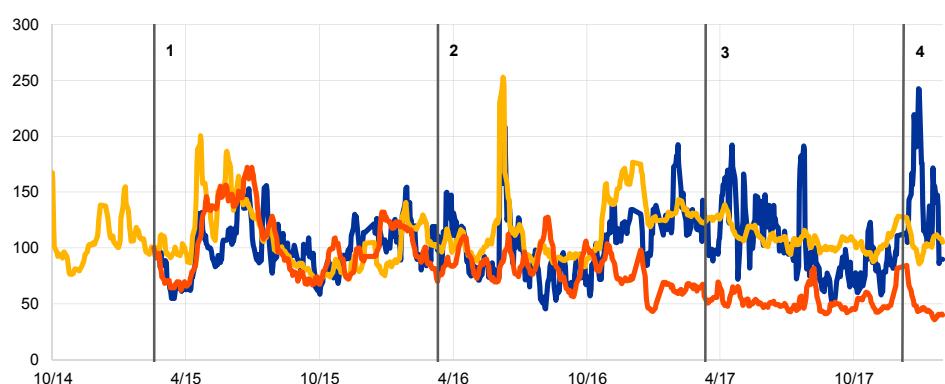
**Estos tres indicadores sugieren que la situación de liquidez en los mercados de deuda soberana de la zona del euro no se ha deteriorado desde el inicio del PSPP (véase gráfico A).** Aunque los tres han mostrado cierta volatilidad desde la puesta en marcha de este programa, no han registrado una tendencia al alza y, de hecho, el indicador de Amihud ha tendido a disminuir. Esto confirma que la liquidez de los mercados no se ha deteriorado, pese al aumento que, con el tiempo, han experimentado las tenencias de valores del PSPP. En esta misma línea, los indicadores no han tenido una reacción significativa a los cambios en el importe de las compras mensuales del PSPP, y solo el indicador basado en las operaciones ejecutadas registró un aumento de la volatilidad cuando el volumen mensual neto se redujo, especialmente tras la disminución de las compras a principios de 2018.

#### Gráfico A

Indicadores de liquidez de los mercados de deuda soberana desde la puesta en marcha del PSPP

(índice: 100 = 9 de marzo de 2015)

- Indicador basado en las operaciones ejecutadas
- Indicador basado en el libro de órdenes
- Indicador de Amihud



Fuentes: Bloomberg, EuroMTS Ltd y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la media móvil de cinco días de los indicadores. Un aumento (disminución) de los indicadores indica un deterioro (mejora) de la situación de liquidez. Indicadores normalizados con valor 100 el 9 de marzo de 2015, cuando comenzaron las compras del PSPP. Las líneas verticales señalan las siguientes variaciones del volumen de compras de activos del PSPP: 1) inicio del programa a un ritmo de 60 mm de euros mensuales (9 de marzo de 2015); 2) incremento a 80 mm de euros de las compras netas mensuales (1 de abril de 2016); 3) disminución a 60 mm de euros de las compras netas mensuales (3 de abril de 2017), y 4) reducción a 30 mm de euros de las compras netas mensuales (2 de enero de 2018). La última observación corresponde al 20 de febrero de 2018.

**Estos indicadores tienden a repuntar en torno a acontecimientos políticos y económicos, reflejando expectativas de deterioro de la liquidez de los mercados.** Por ejemplo, se observaron incrementos durante el período conocido como «Bund tantrum» (que comenzó el 29 de abril de 2015) y cuando aumentó la preocupación acerca de la posibilidad de que el crecimiento económico de China experimentara una desaceleración significativa (en el primer trimestre de 2016). Con motivo del referéndum del Reino Unido sobre la pertenencia a la UE (23 de junio de 2016) y de las elecciones presidenciales en Estados Unidos (8 de noviembre de 2016) y Francia (23 de abril de 2017) también aumentó la iliquidez (véase gráfico A). Por otra parte, la liquidez suele deteriorarse durante el verano y alrededor del final del año. No obstante, los incrementos observados en el indicador de Amihud en torno a estos períodos son más moderados que los del indicador basado en el libro de órdenes. Las variaciones del indicador basado en las operaciones ejecutadas se asemejan a las que muestra el indicador basado en el libro de órdenes, pero parecen reflejar relativamente más «ruido», lo que puede sugerir que el seguimiento debería centrarse en el indicador basado en el libro de órdenes<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Esto podría deberse a varios motivos: en primer lugar, la cantidad de órdenes limitadas presentadas supera considerablemente el número de operaciones ejecutadas en los mercados de renta fija, lo que permite que el indicador basado en el libro de órdenes reaccione más rápida y suavemente a la evolución de los mercados. En segundo lugar, los indicadores basados en los volúmenes de negociación pueden subestimar la profundidad del mercado porque estos volúmenes suelen ser inferiores al volumen máximo que podría haberse negociado a un precio determinado.

### 3

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 1 de noviembre de 2017 y el 30 de enero de 2018

Alaoíshe Luskin y Olivier Vergote

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento de reservas de 2017, comprendidos entre el 1 de noviembre y el 19 de diciembre de 2017 y entre el 20 de diciembre de 2017 y el 30 de enero de 2018, 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.

Durante el período considerado, 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), con un objetivo de compras mensuales de 60 mm de euros, en promedio, hasta diciembre de 2017. A partir de enero de 2018, el ritmo de las compras se redujo hasta los 30 mm de euros al mes, en promedio, y se mantendrá en ese nivel hasta septiembre de 2018, o una fecha posterior, si fuera necesario, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación.

### 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 1.272,7 mm de euros, lo que representa un incremento de 60,3 mm de euros con respecto al período anterior (es decir, el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de 2017).** Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles al aumento de 59,3 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra de 1.149,5 mm de euros durante el período considerado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron en 1 mm de euros, hasta situarse en 123,3 mm de euros.

**El incremento de los factores autónomos netos, que implica una absorción de liquidez, fue resultado, principalmente, de una disminución de los factores de inyección de liquidez.** Los activos netos denominados en euros fueron los que más contribuyeron, con una caída de 54,4 mm de euros, hasta un importe de 251,8 mm de euros, en promedio, en el período analizado. Los activos exteriores netos también registraron un descenso, hasta situarse, en promedio, en 635 mm de euros, 2 mm de euros por debajo del importe del período de referencia anterior.

**Los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron ligeramente durante el período considerado, coadyuvando al incremento de los factores autónomos netos.** La mayor contribución provino de los billetes en circulación, con un ascenso de 9,3 mm de euros, hasta un importe de 1.151,9 mm de euros, y de otros factores autónomos, que se incrementaron en 5,3 mm de euros, hasta alcanzar los 695,6 mm de euros. El descenso de los depósitos de las Administraciones Públicas (de 11,8 mm de euros) tuvo un efecto compensatorio en el nivel de los factores autónomos de absorción de liquidez.

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

	1 de noviembre de 2017 a 30 de enero de 2018	26 de julio de 2017 a 31 de octubre de 2017	Octavo periodo de mantenimiento	Séptimo periodo de mantenimiento				
<b>Pasivo. Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)</b>								
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>2.035,9</b> 1.151,9	<b>(+2,8)</b> (+9,3)	<b>2.033,1</b> 1.142,7	<b>2.040,8</b> 1.158,2	<b>(+9,1)</b> (+11,6)	<b>2.031,7</b> 1.146,6	<b>(-15,0)</b> (+3,8)	
Billetes en circulación	188,3	(-11,8)	200,1	188,1	(-0,4)	188,5	(-29,8)	
Depósitos de las AAPP	695,6	(+5,3)	690,3	694,5	(-2,1)	696,6	(+11,0)	
Otros factores autónomos								
Cuentas corrientes	<b>1.293,7</b> 123,3	<b>(+45,7)</b> (+1,0)	<b>1.248,0</b> 122,2	<b>1.275,2</b> 123,8	<b>(-34,5)</b> (+0,9)	<b>1.309,7</b> 122,9	<b>(+56,4)</b> (+0,6)	
Instrumentos de política monetaria	<b>808,8</b> 123,3	<b>(+56,9)</b> (+1,0)	<b>752,0</b> 122,2	<b>812,9</b> 123,8	<b>(+7,5)</b> (+0,9)	<b>805,4</b> 122,9	<b>(+35,0)</b> (+0,6)	
Exigencias de reservas mínimas	685,6	(+55,8)	629,8	689,2	(+6,6)	682,5	(+34,4)	
Facilidad de depósito	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez								
<b>Activo. Oferta de liquidez (medias; mm de euros)</b>								
Factores autónomos de liquidez	<b>886,8</b> 635,0	<b>(-56,4)</b> (-2,0)	<b>943,2</b> 637,0	<b>843,6</b> 635,7	<b>(-80,2)</b> (+1,2)	<b>923,8</b> 634,5	<b>(-13,2)</b> (-0,5)	
Activos exteriores netos	251,8	(-54,4)	306,1	207,9	(-81,4)	289,3	(-12,7)	
Activos netos denominados en euros								
Instrumentos de política monetaria	<b>3.128,8</b> 3.128,6	<b>(+160,9)</b> (+160,9)	<b>2.968,0</b> 2.967,7	<b>3.161,9</b> 3.161,7	<b>(+61,4)</b> (+61,5)	<b>3.100,4</b> 3.100,2	<b>(+89,0)</b> (+89,0)	
Operaciones de mercado abierto	765,2	(-7,8)	773,0	763,5	(-3,1)	766,7	(-5,3)	
Operaciones de subasta	OPF	2,9	(-3,2)	6,1	2,9	(-0,1)	3,0	(-3,8)
OPF	OFPML a tres meses	7,8	(-0,6)	8,4	7,8	(-0,2)	7,9	(-0,4)
OFPML a tres meses	Operaciones TLTRO-I	14,9	(-3,7)	18,6	13,4	(-2,7)	16,1	(-1,1)
Operaciones TLTRO-I	Operaciones TLTRO-II	739,6	(-0,4)	740,0	739,5	(-0,1)	739,7	(-0,1)
Operaciones TLTRO-II	Carteras en firme	2.363,4	(+168,7)	2.194,7	2.398,2	(+64,6)	2.333,5	(+94,4)
Carteras en firme	Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	6,1	(-1,1)	7,2	6,1	(-0,0)	6,1	(-0,9)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,8	(-0,1)	4,9	4,7	(-0,0)	4,8	(-0,1)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	240,5	(+10,7)	229,8	242,5	(+3,6)	238,8	(+6,1)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	Programa para los mercados de valores	89,0	(-2,1)	91,1	89,1	(+0,2)	88,9	(-1,6)
Programa para los mercados de valores	Programa de compras de bonos de titulización de activos	25,1	(+0,5)	24,6	25,1	(+0,0)	25,1	(+0,5)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	Programa de compras de valores públicos	1.867,8	(+141,6)	1.726,2	1.897,3	(+54,7)	1.842,6	(+79,3)
Programa de compras de valores públicos	Programa de compras de bonos corporativos	130,1	(+19,3)	110,9	133,4	(+6,1)	127,3	(+11,0)
Programa de compras de bonos corporativos	Facilidad marginal de crédito	0,2	(-0,0)	0,3	0,2	(-0,1)	0,2	(+0,0)
Facilidad marginal de crédito								
<b>Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)</b>								
Necesidades de liquidez agregadas	1.272,7	(+60,3)	1.212,5	1.321,3	(+90,2)	1.231,1	(-1,2)	
Factores autónomos <sup>1</sup>	1.149,5	(+59,3)	1.090,2	1.197,6	(+89,3)	1.108,3	(-1,8)	
Exceso de liquidez	1.855,8	(+100,6)	1.755,3	1.840,4	(-28,7)	1.869,1	(+90,2)	
<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	-0,351	(+0,006)	-0,357	-0,359	(-0,014)	-0,345	(+0,014)	

Fuente: BCE.

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

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

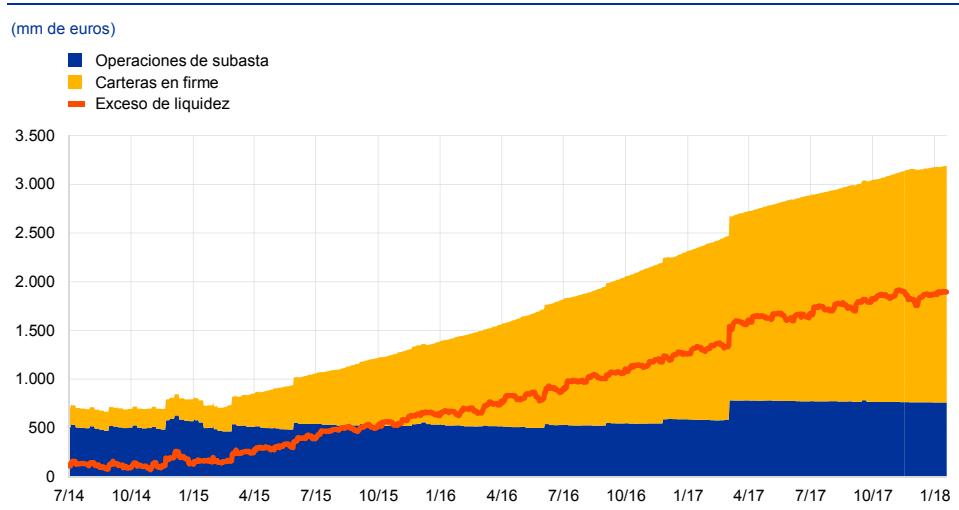
**La volatilidad diaria de los factores autónomos se mantuvo en niveles elevados en el período considerado y prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior.** La volatilidad reflejó principalmente las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los activos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

### Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**Durante el período analizado, 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 160,9 mm de euros, hasta situarse en 3.128,6 mm de euros (véase gráfico A).** Este aumento fue atribuible en su totalidad al APP, mientras que, en las operaciones de subasta, la demanda volvió a experimentar un ligero descenso.

**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 7,8 mm de euros) durante el período considerado, situándose en 765,2 mm de euros.** Este descenso se debió principalmente a la caída del saldo vivo medio de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), que se redujo en 4,1 mm de euros, en gran medida como resultado de los reembolsos anticipados voluntarios de la financiación obtenida en esas operaciones. La liquidez media proporcionada a través de las OPF disminuyó en 3,2 mm de euros, y la inyectada en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, en 0,6 mm de euros.

**La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 168,7 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.363,4 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 registró un incremento, en promedio, de 141,6 mm de euros, de 10,7 mm de euros, de 0,5 mm de euros y de 19,3 mm de euros, respectivamente. La reducción de la liquidez como resultado 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 3,3 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 100,6 mm de euros con respecto al período de referencia anterior y se situó en 1.855,8 mm de euros (véase gráfico A).** Como ya se ha señalado, este incremento refleja fundamentalmente la liquidez proporcionada mediante el APP, con un objetivo de compras de 60 mm de euros al mes hasta diciembre de 2017 y de 30 mm de euros a partir de enero de 2018, que se vio compensado en parte por las mayores necesidades de liquidez derivadas sobre todo de los factores autónomos. Un análisis más detallado del período considerado muestra que los factores autónomos tuvieron un efecto moderador sobre el incremento del exceso de liquidez principalmente en el octavo período de mantenimiento, en el que dicho exceso se redujo, concretamente, en 28,7 mm de euros. Esta reducción se debió a que la liquidez proporcionada mediante el APP se vio contrarrestada por el descenso de los factores autónomos que inyectan liquidez causado por la disminución de los activos netos denominados en euros, y también las mayores necesidades de liquidez agregadas del sector bancario, motivadas, fundamentalmente, por el incremento de la demanda de billetes. En cambio, en el séptimo período de mantenimiento el exceso de liquidez aumentó en 90,2 mm de euros como consecuencia de las compras efectuadas en el marco del APP y del ligero descenso de los factores autónomos que absorben liquidez, debido sobre todo a la disminución de los depósitos de las Administraciones Públicas.

El aumento del exceso de liquidez durante el período analizado corresponde a un incremento de 45,7 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, que se situaron en 1.293,7 mm de euros, al tiempo que el recurso medio a la facilidad de depósito registró un ascenso adicional de 55,8 mm de euros y se situó en 685,6 mm de euros.

## Evolución de los tipos de interés

**Los tipos de interés del mercado monetario a un día se mantuvieron próximos al tipo aplicado a la facilidad de depósito, 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

–0,351 %, frente a una media del –0,357 % en el período de referencia anterior. El eonía fluctuó en una banda comprendida entre un máximo del –0,241 % el último día de noviembre de 2017 y un mínimo del –0,370 % a principios de enero de 2018.

En el mercado de operaciones con garantías, los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling descendieron para las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía en relación con el período anterior. El tipo *repo* medio a un día se situó en el –0,447 % para la cesta estandarizada de activos de garantía —con un mínimo del –0,756 % al final del año—, y en el –0,415 % para la cesta ampliada.

El descenso registrado al final de 2017 en los tipos *repo* principales fue menos pronunciado que el observado al final de 2016, 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 señala la existencia de efectos positivos derivados de la facilidad de préstamo de valores del PSPP.

## 4

## Evolución reciente del empleo a tiempo parcial

Katalin Bodnár

**En la zona del euro se ha observado un creciente recurso al empleo a tiempo parcial.** El porcentaje de trabajadores a tiempo parcial supone actualmente cerca del 22 % del empleo total, y esta modalidad de trabajo ha representado en torno a una cuarta parte del crecimiento del empleo neto durante la recuperación del mercado de trabajo de la zona del euro (iniciada en el segundo trimestre de 2013). En este recuadro se analiza la evolución más reciente y las características de los dos principales grupos de trabajadores a tiempo parcial: el colectivo de subempleados y el de no subempleados.

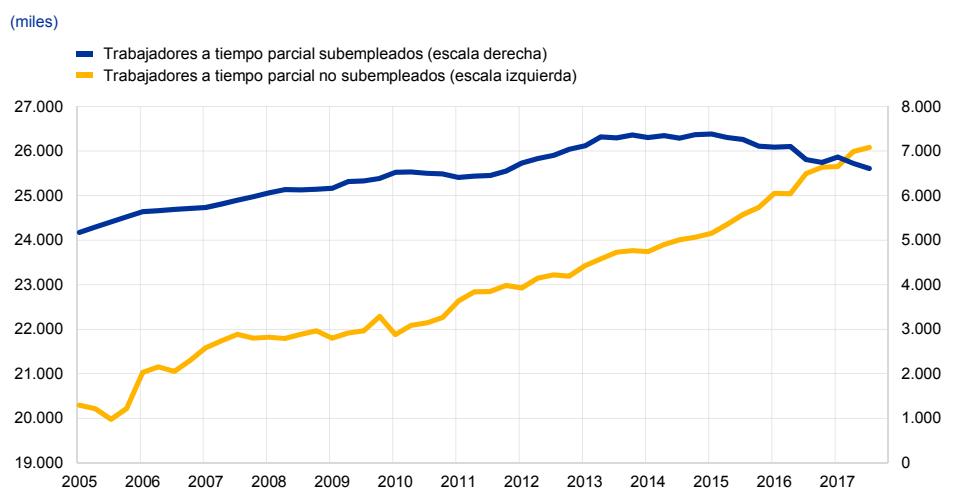
**El número de trabajadores a tiempo parcial subempleados aumentó durante la crisis, pero recientemente ha descendido.** La encuesta de población activa de la Unión Europea permite establecer una distinción entre trabajadores a tiempo parcial que desean trabajar más horas y los que no. A los trabajadores del primer grupo se les denomina «subempleados»<sup>13</sup>. Aunque estos trabajadores tienen empleo, habitualmente se considera que están en situación de desempleo parcial o infroutilizados, en el sentido de que el número de horas que desearían trabajar excede el número de horas que demandan sus empleadores. En la zona del euro, el subempleo aumentó, tanto en la primera fase de la Gran Recesión como a raíz de la crisis de la deuda soberana, y pese a que recientemente ha descendido, todavía se mantiene por encima de los niveles anteriores a la crisis (véase gráfico A). Este patrón cíclico es similar al mostrado por el desempleo.

---

<sup>13</sup> Véase la página «Eurostat Statistics Explained» sobre estadísticas de subempleo y de «activos potenciales» («[Underemployment and potential additional labour force statistics](#)»). El empleo a tiempo parcial involuntario se refiere a un concepto similar al del subempleo, con algunas diferencias: los trabajadores a tiempo parcial involuntario son aquellos que trabajan a tiempo parcial porque no pueden encontrar un empleo a tiempo completo. Véase también la página de Eurostat «[EU labour force survey – methodology](#)».

## Gráfico A

Número de trabajadores a tiempo parcial subempleados y no subempleados en la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos corregidos del impacto estimado de cambios metodológicos en la serie temporal. Los datos correspondientes al período 2005-2008 se basan en estimaciones de expertos del BCE.

**El trabajo a tiempo parcial no categorizado como subempleo aumentó tanto durante la crisis como durante la recuperación.** Los trabajadores a tiempo parcial del segundo grupo, aquellos que no desean trabajar más horas, suelen ocupar puestos a tiempo parcial por razones familiares, de salud o por otros motivos (por ejemplo, estudios). La mayor parte de los trabajadores a tiempo parcial se incluyen en este grupo: cuatro de cada cinco ocupados a tiempo parcial en la zona del euro están satisfechos con el número de horas que trabajan. Esta modalidad de trabajo a tiempo parcial no ha mostrado ningún patrón cíclico en los últimos años, sino que ha crecido de forma constante tanto durante la crisis como durante la recuperación (véase gráfico A), lo que sugiere que se ve influida principalmente por factores estructurales.

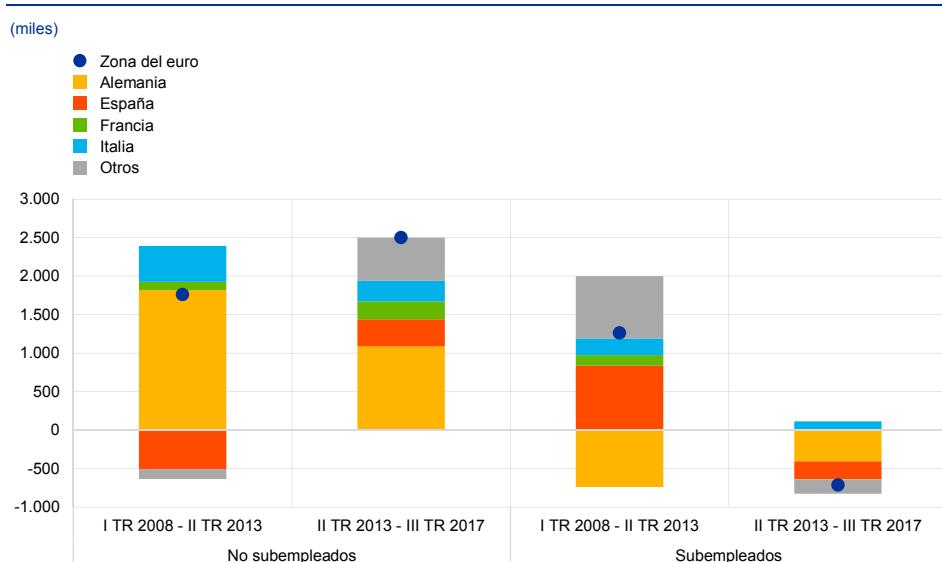
**El número de trabajadores a tiempo parcial no subempleados se ha incrementado sobre todo en Alemania, mientras que España es el país que más ha contribuido a las variaciones del subempleo en la zona del euro (véase gráfico B).** Entre los cuatro países más grandes de la zona del euro, Alemania presenta la mayor proporción de empleo a tiempo parcial sobre el empleo total, y es también el país con el porcentaje más elevado de ocupados a tiempo parcial satisfechos con el número de horas que trabajan y donde los recientes aumentos del trabajo a tiempo parcial no han estado asociados al subempleo. En cambio, el subempleo experimentó un crecimiento especialmente acusado en España y en Italia durante la crisis. En España se han registrado entradas de trabajadores al subempleo desde el desempleo, el empleo a tiempo completo y el empleo a tiempo parcial no categorizado como subempleo<sup>14</sup>. Es probable que el considerable aumento del subempleo durante la crisis obedezca a cambios introducidos en la regulación del empleo a tiempo parcial, así como al impacto de la crisis sobre la renta y la

<sup>14</sup> Véase también el recuadro titulado «Medidas alternativas de desempleo para la economía española», Boletín Económico, número 2, Banco de España, 2017.

riqueza durante la desaceleración, lo que se tradujo en un aumento de la oferta de trabajo en términos de horas. En Italia, el subempleo puede haberse visto influido por las medidas adoptadas por el Gobierno en apoyo de una reducción de las horas de trabajo. Aunque el desempleo ha descendido recientemente, se mantiene por encima de los niveles anteriores a la crisis tanto en Italia como en España, mientras que en Alemania se sitúa muy por debajo.

#### Gráfico B

Variación del número de trabajadores a tiempo parcial subempleados y no subempleados en la zona del euro durante la crisis y la recuperación, por país



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Datos corregidos del impacto estimado de cambios metodológicos en la serie temporal.

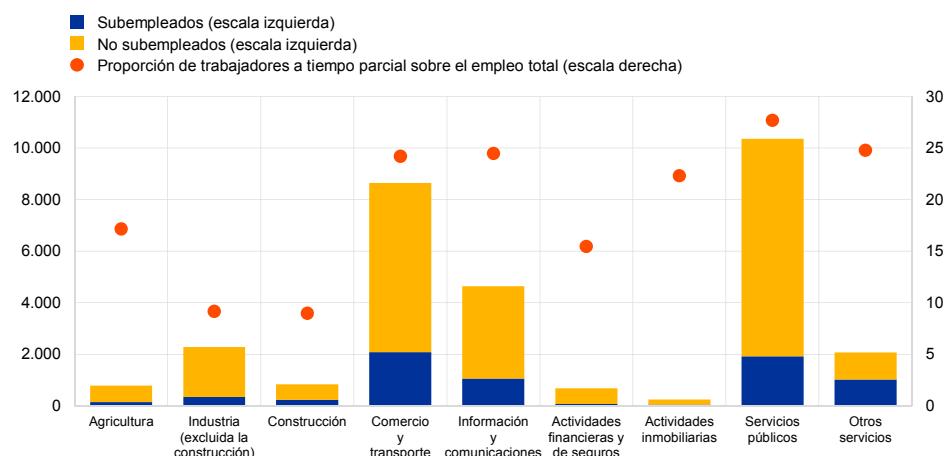
**Ambas modalidades de empleo a tiempo parcial son más comunes en el sector servicios y entre las mujeres.** En la zona del euro, los trabajadores a tiempo parcial se concentran en tres sectores: 1) servicios públicos; 2) servicios de comercio, transporte, hostelería y sector agroalimentario, y 3) información y comunicaciones. En consecuencia, ambas modalidades de empleo a tiempo parcial también se concentran en estos sectores (véase gráfico C). En términos de características personales, la población de entre 25 y 54 años y las mujeres de más edad constituyen la gran mayoría de los trabajadores a tiempo parcial (véase gráfico D). La distribución del empleo a tiempo parcial entre trabajadores a tiempo parcial subempleados y no subempleados varía ligeramente en los distintos sectores y en función de características personales. La mayor proporción de trabajadores a tiempo parcial subempleados en el empleo a tiempo parcial total se observa en el sector de otros servicios (que incluye actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento; otros servicios, y actividades de los hogares y de organizaciones y organismos extraterritoriales), seguido de los sectores de construcción, comercio y transporte, e información y comunicaciones. El trabajo a tiempo parcial categorizado como subempleo también es elevado entre la población masculina con edades comprendidas entre los 25 y los 54 años y entre los jóvenes. Por último, los

trabajadores a tiempo parcial subempleados suelen trabajar un número algo más reducido de horas que los trabajadores a tiempo parcial no subempleados.

### Gráfico C

Número de trabajadores a tiempo parcial subempleados y no subempleados y proporción de trabajadores a tiempo parcial sobre el empleo total en la zona del euro en 2016, por sectores

(escala izquierda: miles; escala derecha: porcentajes)

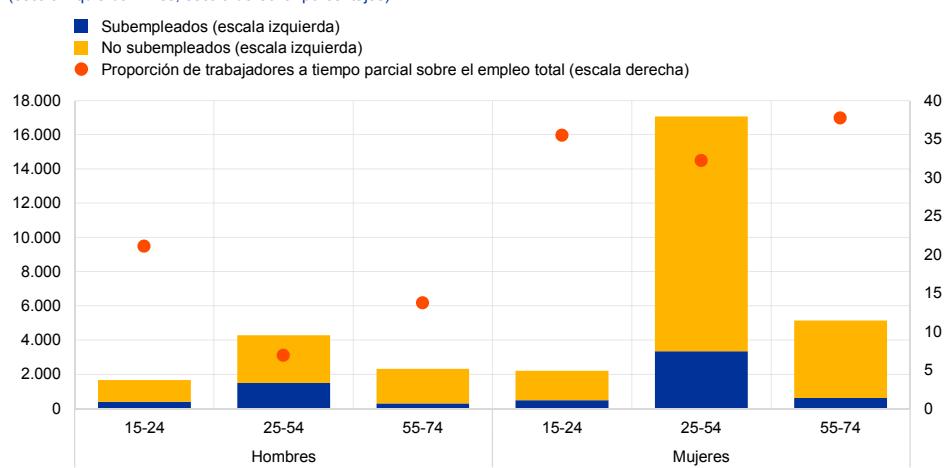


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### Gráfico D

Número de trabajadores a tiempo parcial subempleados y no subempleados y proporción de trabajadores a tiempo parcial sobre el empleo total en la zona del euro en el tercer trimestre de 2017, por género y edad

(escala izquierda: miles; escala derecha: porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Una cuestión importante en este contexto es la medida en que los trabajadores a tiempo parcial subempleados representan trabajo precario y/o capacidad productiva sin utilizar en la economía.** En la literatura empírica se llega a la conclusión de que estos trabajadores suelen tener menos seguridad en el

empleo, menos satisfacción en el trabajo<sup>15</sup> y salarios más bajos<sup>16</sup> que los no subempleados. Así pues, el subempleo a tiempo parcial puede considerarse empleo precario en algunos casos. No obstante, otra pregunta también por responder sería hasta qué punto los trabajadores a tiempo parcial subempleados realmente están disponibles para trabajar más horas y, por lo tanto, se puede considerar que están infrautilizados<sup>17</sup>. Al mismo tiempo, el trabajo a tiempo parcial no categorizado como subempleo puede verse como una oportunidad para que muchas personas entren o permanezcan en el mercado de trabajo y, con frecuencia, conducir a la satisfacción en el trabajo<sup>18</sup>. Parece menos probable que los trabajadores a tiempo parcial incluidos en este grupo representen capacidad productiva sin utilizar o empleo precario. Todo lo anterior sugiere que los recientes descensos del trabajo a tiempo parcial categorizado como subempleo y el continuo aumento del empleo a tiempo parcial no categorizado como subempleo incrementan el bienestar general.

---

<sup>15</sup> Véanse, por ejemplo, M. Vaalavuo, «[Part-time work: A divided Europe](#)», *Evidence in focus*, Comisión Europea, 2016, y M. Kauhanen y J. Nätti, «[Involuntary temporary and part-time work, job quality and well-being at work](#)», *Working Papers*, n.º 272, Labour Institute for Economic Research, Helsinki, 2011.

<sup>16</sup> M. Veliziotis, M. Matsaganis y A. Karakitsios: «[Involuntary part-time employment: perspectives from two European labour markets](#)», *Working Papers*, n.º 15/02, ImPROvE, enero de 2015.

<sup>17</sup> Véase, por ejemplo, M. Weale, «[Slack and the labour market](#)», discurso pronunciado en la Thames Valley Chamber of Commerce, 20 de marzo de 2014.

<sup>18</sup> D. Gallie *et al.*, «[Quality of work and job satisfaction: comparing female part-time work in four European countries](#)», *International Review of Sociology*, vol. 26, n.º 3, 2016, pp. 457-481.

## 5

# La fiabilidad de la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro

Magnus Forsells y Stanimira Kosekova

**La disponibilidad de estadísticas fiables y oportunas es fundamental para el análisis económico.** En este recuadro se examina y se analiza la fiabilidad de la estimación preliminar de avance del crecimiento del PIB trimestral de la zona del euro que Eurostat lleva publicando desde principios de 2016. La política monetaria única de la zona del euro depende de la disponibilidad de indicadores oportunos, fiables y comparables que reflejen con precisión la evolución económica. A este respecto, las cuentas nacionales proporcionan una imagen completa y coherente de la economía, por lo que constituyen un pilar esencial del análisis de política monetaria. En consecuencia, la introducción de una estimación preliminar de avance del PIB fue un avance en los continuos esfuerzos por mejorar el panorama estadístico de Europa. Con todo, es importante destacar que lo ideal sería conseguir mayor prontitud en la disponibilidad sin que disminuya la fiabilidad, que en este recuadro se define como la proximidad de esa estimación inicial a las estimaciones posteriores. La información sobre la fiabilidad puede ayudar a interpretar las estimaciones iniciales en términos de incertidumbre en torno a los datos publicados o a conjeturar la dirección que seguirán futuras revisiones. Si los indicadores económicos transmiten señales engañosas sobre la evolución económica, que posteriormente se corrigen mediante las correspondientes revisiones, el análisis económico puede verse afectado desfavorablemente.

**La introducción de la estimación preliminar de avance adelantó unos quince días la publicación de los primeros datos sobre el PIB de la zona del euro respecto de cada período de referencia, ya que las estimaciones iniciales se elaboran 30 días —en vez de 45— después del final del trimestre de referencia.** Eurostat, en colaboración con los Estados miembros de la UE, comenzó a publicar la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro y de la UE el 29 de abril de 2016, tras llevar a cabo un estudio de viabilidad<sup>19</sup>. En la mayoría de los países, las estimaciones que se publican 30 días después de que finalice el trimestre ( $t + 30$ ) se basan fundamentalmente en los mismos métodos que se utilizan para elaborar las publicadas con un desfase de 45 días ( $t + 45$ ). Sin embargo, dada la limitada disponibilidad de datos de origen, las estimaciones relativas al tercer mes del trimestre suelen elaborarse total o parcialmente aplicando técnicas de modelización estadística que utilizan la información mensual disponible (por ejemplo, estadísticas coyunturales, encuestas de opinión empresarial, estadísticas de precios y estimaciones preliminares de los datos de origen)<sup>20</sup>. La estimación preliminar de avance para la zona del euro se basa en: i) estimaciones

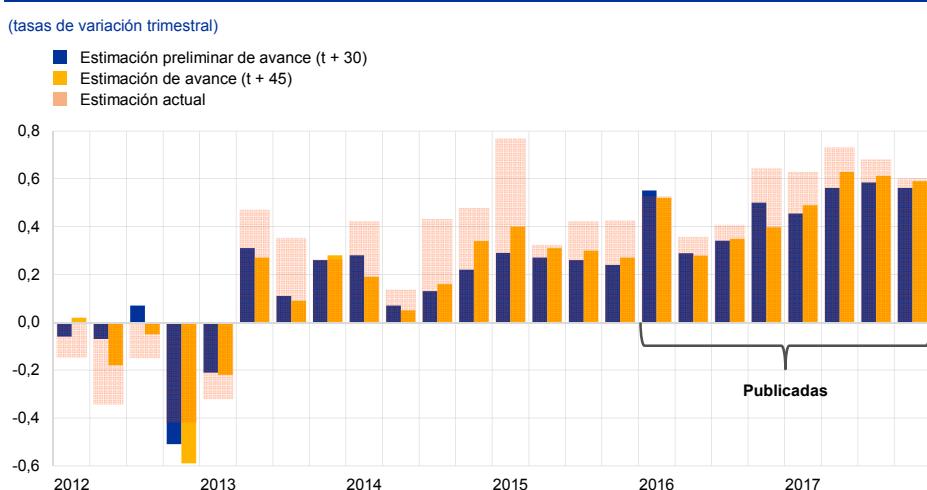
<sup>19</sup> Véanse también el [sitio web de Eurostat](#) y el recuadro titulado «Adelanto en la disponibilidad de la estimación de avance del PIB trimestral de la zona del euro: la experiencia inicial», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

<sup>20</sup> Los métodos concretos de estimación varían en función del país, pero pueden incluir modelos autorregresivos de retardos distribuidos, modelos de factores dinámicos, técnicas de desagregación temporal, modelos de predicción y modelos multivariantes, como se indica en las publicaciones de Eurostat tituladas [«Euro area and European Union GDP flash estimates at t+30»](#) y [«Overview of GDP flash estimation methods»](#).

nacionales de seis países (Bélgica, España, Francia, Letonia, Lituania y Austria, que representan aproximadamente el 40 % del PIB de la zona del euro), publicadas con un desfase de 30 días, y ii) estimaciones nacionales facilitadas confidencialmente a Eurostat por otros países para calcular los agregados europeos. Cuatro países de la zona del euro (Irlanda, Luxemburgo, Malta y Eslovenia, que constituyen casi el 4 % del PIB de la zona) no elaboran estimaciones con un desfase de 30 ni de 45 días, sino que publican sus cuentas nacionales como mínimo 60 días después del final del trimestre de referencia. La inclusión posterior de los datos correspondientes a esos países y la incorporación de los datos revisados de los que ya han presentado estimaciones nacionales preliminares pueden afectar a la estimación final para el trimestre de referencia, que, por tanto, tendrá que revisarse. Las revisiones también pueden reflejar cambios en la composición de la zona del euro y/o mejoras metodológicas (como la transición al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales [SEC 2010] en septiembre de 2014).

#### Gráfico A

#### Estimaciones del PIB de la zona del euro



Fuente: Eurostat.

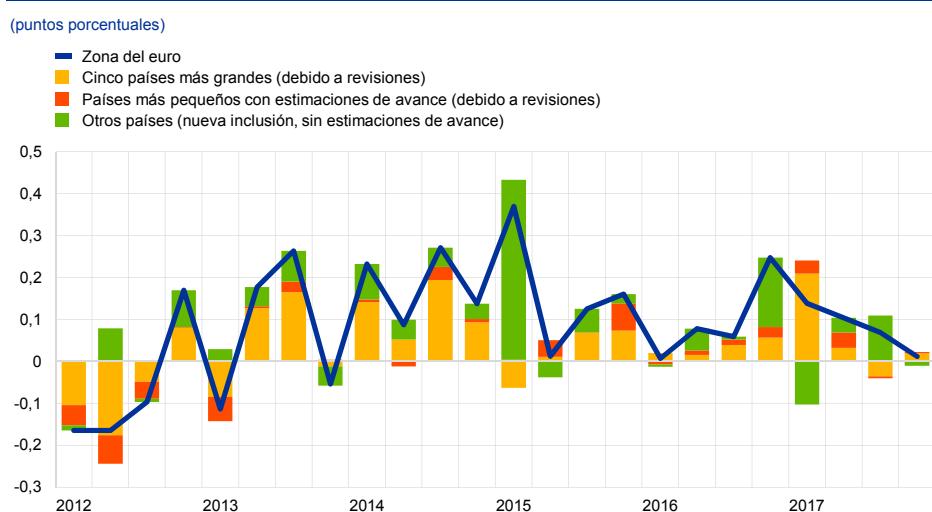
Notas: La primera estimación preliminar de avance de Eurostat se publicó el 29 de abril de 2016 y se refería al primer trimestre de ese año. Las estimaciones preliminares de avance relativas a períodos anteriores proceden de la publicación de Eurostat titulada «Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days». A efectos de este análisis, se utilizan estimaciones con dos decimales. «Estimación actual» se refiere a los datos más recientes disponibles en la sección Statistical Data Warehouse del BCE a 7 de marzo de 2018. Las estimaciones de avance se basan en la composición de la zona del euro en el momento correspondiente, mientras que la estimación actual se basa en la composición actual de la zona.

**La estimación preliminar de avance (t + 30) ha arrojado resultados fiables en comparación con la estimación de avance (t + 45).** Si se considera el período comprendido entre el primer trimestre de 2012 y el cuarto trimestre de 2017, en promedio, no existen diferencias entre la estimación preliminar de avance y la estimación de avance (véase gráfico A). Asimismo, incluso al examinar cada trimestre por separado no se encuentra evidencia de diferencias particularmente importantes entre las dos estimaciones. Esto sugiere que, pese al adelanto de la fecha de publicación, la fiabilidad de la primera estimación se ha preservado. Por supuesto, en última instancia es necesario comparar la estimación preliminar de avance y la estimación de avance con los últimos datos disponibles del PIB, y en este sentido las dos estimaciones funcionan de igual modo, ya que ambas se sitúan, en promedio, 0,1 puntos porcentuales por debajo de las cifras disponibles más

recientes. Como cabría esperar, la mayor parte de esta revisión se debe a los cinco países más grandes, dado que representan más del 80 % del PIB de la zona del euro (véase gráfico B). Sin embargo, los países más pequeños también influyen a este respecto, ya sea como consecuencia de las revisiones de sus propias estimaciones de avance o de la inclusión de los datos de aquellos que no los publican hasta transcurridos como mínimo 60 días después del final del trimestre de referencia. De hecho, los cuatro países más pequeños que no realizan estimaciones con un desfase de 30 o de 45 días contribuyen de forma relativamente importante a las revisiones efectuadas a escala de la zona del euro, sobre todo en lo que respecta al primer trimestre de 2015, el cuarto trimestre de 2016 y el tercer trimestre de 2017<sup>21</sup>.

### Gráfico B

Contribuciones a las diferencias entre la estimación de avance con un desfase de 45 días y los datos disponibles más recientes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los cinco países más grandes en términos de PIB son Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos.

**Las estadísticas de la zona del euro han mejorado con los años, pero aún quedan varios retos por afrontar.** La introducción de la estimación preliminar de avance del PIB con un desfase de 30 días es uno de los avances más significativos de las cuentas nacionales de los últimos años, ya que la primera estimación se ha adelantado sin que haya disminuido su fiabilidad. El BCE utiliza regularmente esas estimaciones en sus análisis y en sus proyecciones macroeconómicas, beneficiándose de la mayor prontitud en la disponibilidad de datos. Se espera que otros países de la zona del euro comiencen a publicar estimaciones preliminares de avance del PIB en los próximos años<sup>22</sup>, pero el número de países que publican estimaciones nacionales o desagregaciones detalladas del gasto con un desfase de

<sup>21</sup> Las revisiones de los datos de esos trimestres se debieron principalmente a la incorporación de los datos de Irlanda en el agregado de la zona del euro. El papel muy significativo que desempeñan las multinacionales en ese país y el hecho de que registren sus participaciones como productos de propiedad intelectual (activos intangibles) han dado lugar a un incremento de la volatilidad de las tasas de crecimiento del PIB en los últimos años.

<sup>22</sup> Según el [calendario de publicación de Istat](#), Italia publicará su primera estimación preliminar de avance del PIB el 2 de mayo de 2018.

30 días puede no ser suficiente a corto plazo para sustentar un análisis más a fondo de la evolución macroeconómica a escala de la zona del euro tan poco tiempo después del final del trimestre de referencia. Además, las estadísticas económicas que se utilizan junto con las estimaciones preliminares de avance siguen siendo menos exhaustivas y oportunas a escala de la zona del euro que en varios países de la zona y en importantes socios comerciales de fuera de la zona (por ejemplo, Estados Unidos). Por consiguiente, es importante continuar con el desarrollo de estadísticas pertinentes a nivel nacional y de la zona del euro y establecer prioridades según corresponda, así como mejorar la calidad de los datos de origen que se utilizan para realizar las estimaciones preliminares de avance (por ejemplo, estadísticas coyunturales sobre servicios)<sup>23</sup>. A la postre, estas mejoras aumentarán la fiabilidad y la utilidad de estas estimaciones, facilitando así un análisis económico más detallado.

---

<sup>23</sup> Véase también el [Dictamen del BCE](#) sobre una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a las estadísticas empresariales europeas, que modifica el Reglamento (CE) n.º 184/2005 y deroga diez actos jurídicos en el ámbito de las estadísticas empresariales (CON/2018/1), 2.1.2018.

## 6

# El papel de la estacionalidad y los valores atípicos en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos

Eliza Lis y Mario Porqueddu

## Los indicadores de la inflación subyacente proporcionan un medio para analizar la evolución de los precios más allá de la volatilidad a corto plazo.

Prueba de ello es que se excluyen del IAPC los componentes más volátiles de energía y alimentos, aunque la inflación medida por el IAPC, excluidos dichos componentes, puede seguir estando sujeta a volatilidad a corto plazo. En este recuadro se analizan dos fuentes posibles de volatilidad —los cambios en la estacionalidad y las variaciones idiosincrásicas de los precios (en lo sucesivo, «valores atípicos»)— y se evalúa en qué medida pueden explicar la reciente volatilidad a corto plazo observada en el perfil de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro.

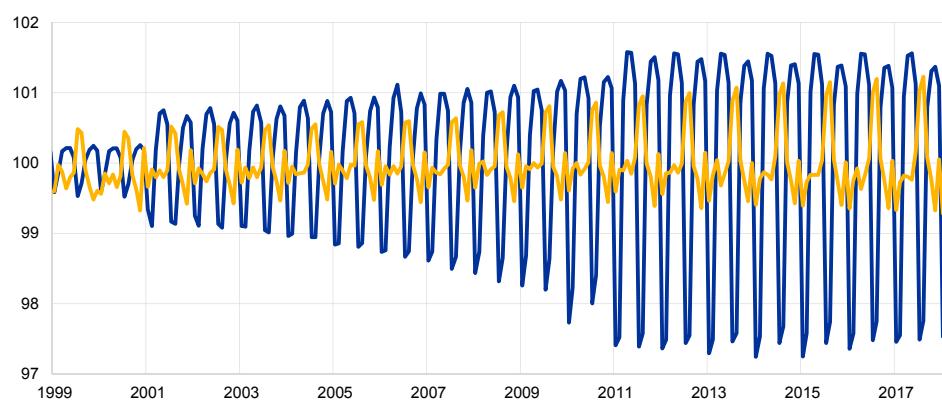
**Las fluctuaciones estacionales del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro se han acentuado con el tiempo.** Las fluctuaciones estacionales no afectan por sí solas a las tasas de inflación interanual, pero las variaciones del factor estacional sí influyen. Una parte considerable del aumento de la estacionalidad se debe a cambios metodológicos, aunque también parece reflejar una evolución más general<sup>24</sup>. La mayor estacionalidad es evidente en el IAPC de los bienes industriales no energéticos y en el de los servicios (véase gráfico A).

## Gráfico A

Factor estacional del IAPC de los bienes industriales no energéticos y los servicios de la zona del euro

(Índice: sin impacto de la estacionalidad sobre el IAPC = 100)

- Bienes industriales no energéticos
- Servicios



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El factor estacional se calcula como la ratio entre la serie sin desestacionalizar y la desestacionalizada. Un número superior (inferior) a 100 significa que la estacionalidad tiene un impacto positivo (negativo) sobre el IAPC de los bienes industriales no energéticos y de los servicios de la zona del euro.

<sup>24</sup> Véase una definición de «estacionalidad» en el recuadro titulado «Índice Armonizado de Precios de Consumo – Efecto de la Semana Santa y mejora del método de desestacionalización», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

**El impacto de la estacionalidad sobre el IAPC de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se debe principalmente a los precios de los artículos de vestir y de los servicios relacionados con turismo y viajes, respectivamente.** Las rebajas de fin de temporada de los artículos de vestir suelen ser en los meses de invierno de enero y febrero y en los meses estivales de julio y agosto (véase gráfico B)<sup>25</sup>. Si las rebajas comienzan antes (después) de estos períodos, los precios pueden registrar una variación intermensual más acusada (más débil) que en el año anterior, que implicaría un fuerte descenso (aumento) transitorio de la tasa de inflación interanual. El efecto de la estacionalidad sobre los precios de los artículos de vestir se ha acentuado sustancialmente desde 2001, debido sobre todo al aumento de la información recogida, las mejoras de los métodos para recopilar información sobre las variaciones de los precios de las prendas de invierno y de verano, y, desde 2010, la introducción del reglamento sobre el tratamiento de los productos de temporada<sup>26</sup>. La estacionalidad de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes (por ejemplo, vacaciones organizadas, alojamiento y transporte aéreo) genera fuertes variaciones de los precios, principalmente en los meses de verano y de invierno (véase gráfico C)<sup>27</sup>. Dado el elevado peso relativo (en torno al 12 %) que tienen los artículos de vestir y los servicios relacionados con turismo y viajes en el IAPC excluidos la energía y los alimentos, las desviaciones del perfil estacional habitual pueden afectar en gran medida a la inflación interanual.

<sup>25</sup> En Italia y en España se observa la mayor estacionalidad en los precios de los artículos de vestir, mientras que en Alemania y en Francia el perfil estacional es menos pronunciado.

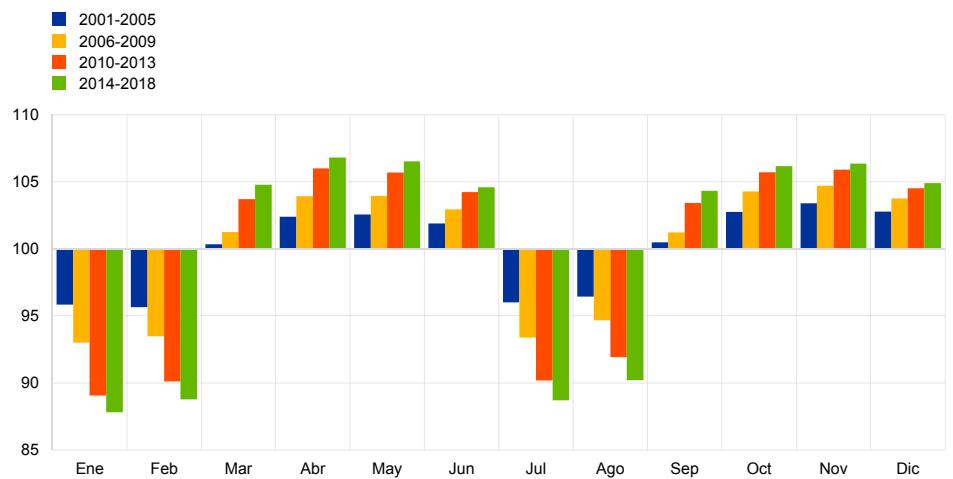
<sup>26</sup> Véase el recuadro titulado «Cambios metodológicos en la elaboración del IAPC y su impacto sobre los datos más recientes», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2011.

<sup>27</sup> Con respecto a los servicios relacionados con turismo y viajes, la mayor estacionalidad se registra en Francia en los meses de verano y en Alemania durante el año. En el caso de este último país, refleja principalmente el perfil estacional diferenciado de las vacaciones organizadas. Las fechas exactas del período de vacaciones veraniegas pueden variar de un año a otro. Por definición, el impacto de esta variación no quedaría reflejado en el factor estacional.

### Gráfico B

#### Factor estacional del IAPC de los artículos de vestir de la zona del euro

(índice: sin impacto de la estacionalidad sobre el IAPC = 100, medias)



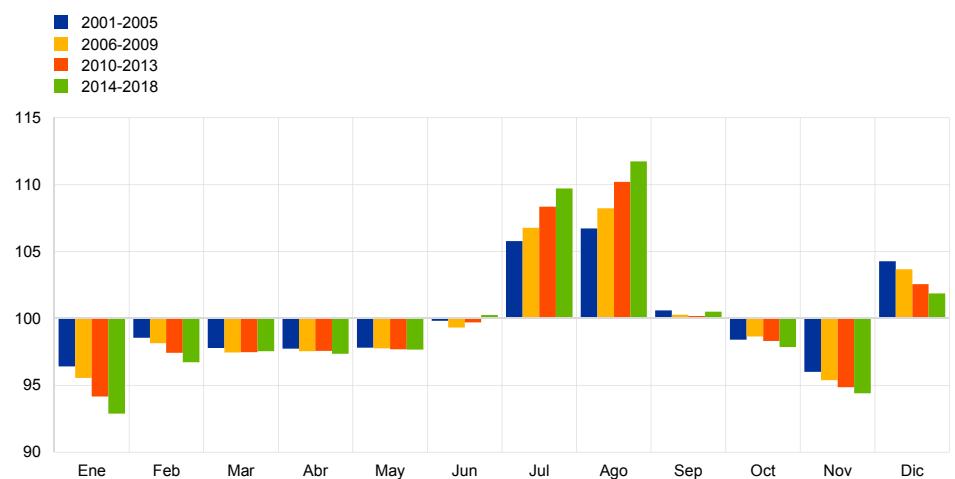
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El precio de los artículos de vestir se refiere al componente de prendas de vestir en el IAPC. El período 2014-2018 incluye datos hasta enero de 2018 (inclusive). El factor estacional se calcula como la ratio entre la serie sin desestacionalizar y la desestacionalizada. Los autores utilizan el procedimiento X12-regARIMA para desestacionalizar la serie.

### Gráfico C

#### Factor estacional del IAPC de los servicios relacionados con turismo y viajes de la zona del euro

(índice: sin impacto de la estacionalidad sobre el IAPC = 100, medias)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

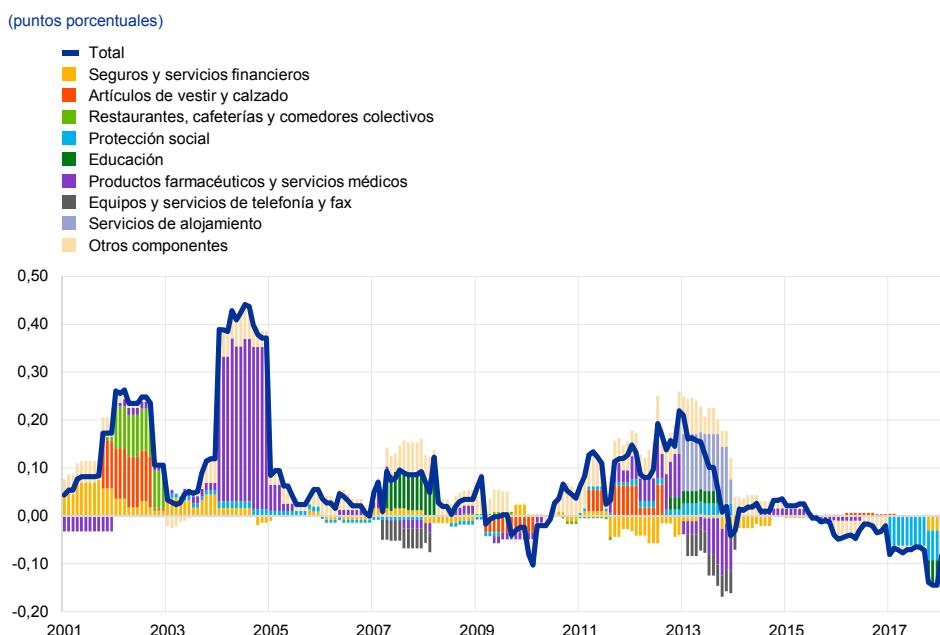
Notas: Los servicios relacionados con turismo y viajes comprenden las vacaciones organizadas, los servicios de alojamiento y el transporte aéreo. El período 2014-2018 incluye datos hasta enero de 2018 (inclusive). El factor estacional se calcula como la ratio entre la serie sin desestacionalizar y la desestacionalizada. Los autores utilizan el procedimiento X12-regARIMA para desestacionalizar la serie.

**El perfil de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, también se ve afectado por valores atípicos.** Los valores atípicos pueden definirse como variaciones inusuales de los precios que son, desde un punto de vista estadístico, significativamente superiores o inferiores a la variación media en un mes dado (una vez corregidos de efectos estacionales y de

calendario) y que normalmente se atribuyen a acontecimientos específicos<sup>28</sup>. Un cambio en los tipos del IVA o una medida administrativa son claros ejemplos de este tipo de acontecimientos, pero también los eventos mundiales, como las ferias (exposiciones) internacionales o los Juegos Olímpicos. En el gráfico D se muestra una descomposición del impacto de los valores atípicos definidos de este modo<sup>29</sup>. En 2017, la contribución de los valores atípicos a la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, fue de alrededor de -0,1 puntos porcentuales, la mayor aportación neta negativa en la muestra de 2001-2017. Este resultado se debió a la reducción de las cotizaciones sociales en Alemania en enero de 2017, a la ampliación de la exención del pago de tasas universitarias en Italia en octubre de 2017 y a la disminución de las primas de seguro de transporte en Alemania en octubre de 2017.

#### Gráfico D

Contribución de los valores atípicos a la inflación interanual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**El impacto de los valores atípicos sobre las tasas de inflación interanual suele ser transitorio.** El efecto de una variación inusual de los precios con

<sup>28</sup> Para identificar los valores atípicos en este recuadro se utilizaron modelos autorregresivos integrados de medias móviles (ARIMA), concretamente el procedimiento X13-regARIMA. Solo se muestra el impacto de los valores atípicos que corresponden a cambios de nivel, dado que es bastante probable que los valores atípicos aditivos no se diferencien lo suficiente de las variaciones de estacionalidad. Para los componentes sin estacionalidad, se han considerado como valores atípicos las variaciones intermensuales que se sitúan a tres desviaciones típicas con respecto a la media, que se aproxima al valor crítico aplicado en el procedimiento regARIMA.

<sup>29</sup> Se identifican por separado los valores atípicos para los 72 componentes del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro. La agregación de estos valores puede diferir de la implícita en los ajustes de efectos estacionales y de calendario que aplica el BCE al IAPC de la zona del euro, excluidos la energía y los alimentos, y a los componentes de servicios y bienes industriales no energéticos. Esto se debe a la mayor probabilidad de que se observen valores atípicos en un nivel más desagregado de los precios.

respecto al mes anterior afectará a las tasas de inflación durante un año, a menos que el impacto se reabsorba con relativa rapidez en el mes o los meses siguientes, lo que posiblemente se traduzca en valores atípicos en dirección opuesta. Por ejemplo, si durante un invierno muy suave no nieva en las estaciones de esquí, la demanda de servicios de alojamiento disminuye y los precios aumentan en menor medida en comparación con el perfil habitual. Sin embargo, la frecuencia de fijación de los precios en la mayoría de los componentes considerados en el gráfico D suele ser baja, especialmente en el caso de los precios administrados, por lo que la variación atípica de los precios es mayormente un verdadero cambio de nivel con un impacto sobre la inflación que desaparece únicamente después de un año.

**La creciente estacionalidad y los valores atípicos aumentan la posibilidad de que se produzcan sorpresas de inflación.** Detectar y valorar las variaciones inusuales de los patrones estacionales y los valores atípicos es importante en las previsiones a corto plazo para distinguir entre las perturbaciones transitorias y las fluctuaciones cíclicas y las tendencias de medio y largo plazo. En la práctica, dado su carácter inesperado y excepcional, los valores atípicos se suelen incorporar mecánicamente cuando se actualiza la senda prevista de la inflación a corto plazo, sin que se modifique la variación intermensual de los siguientes meses con respecto a la previsión anterior. Esta práctica conlleva el riesgo de pasar por alto que el valor atípico podría ser un primer paso de un cambio de tendencia, o que podría revertir con mucha rapidez mediante un movimiento en sentido contrario.

## 7

# La orientación de la política fiscal durante períodos de expansión anteriores

Maria Grazia Attinasi, Alessandra Anna Palazzo y Beatrice Pierluigi

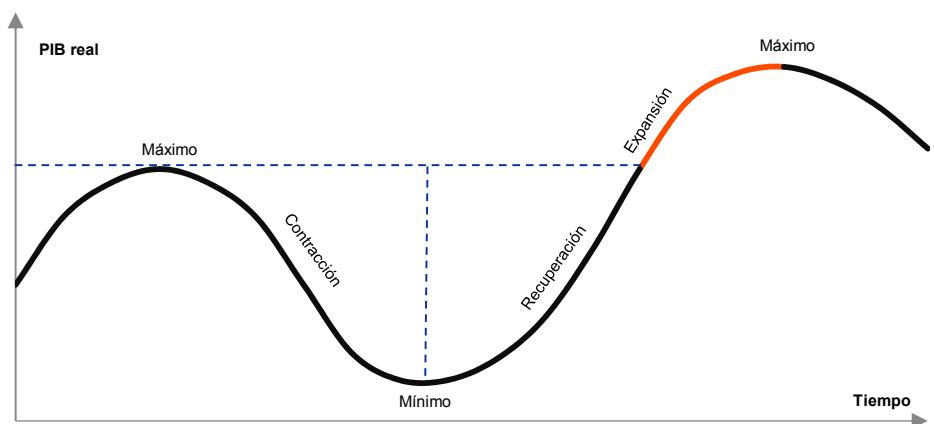
**La actividad económica de la zona del euro en su conjunto y de la mayoría de los países que la integran se ha recuperado hasta alcanzar los niveles registrados antes de la crisis, y actualmente está expandiéndose.** En los cuatro últimos años, el avance gradual hacia una expansión generalizada y autosostenida ha ido acompañado de una orientación prácticamente neutral de las políticas fiscales en el conjunto de la zona del euro. En otras palabras, las políticas discretionales aplicadas ni han dado un impulso significativo a la economía ni han sido un lastre para el crecimiento de la zona en su conjunto. Habida cuenta de la creciente solidez y madurez de la expansión, podría resultar apropiado adoptar una orientación más contracíclica para la zona. Los argumentos a favor de una política fiscal contracíclica recogidos en la literatura<sup>30</sup> giran fundamentalmente en torno a la necesidad de mejorar la posición fiscal en épocas de bonanza y utilizar el margen de maniobra fiscal resultante para sostener la economía durante recesiones, sin que la sostenibilidad de la deuda se vea amenazada. En la zona del euro, el importante papel que desempeñan los estabilizadores automáticos para asegurar la contraciclicidad exige que los países instrumenten sus políticas en consonancia con los compromisos adquiridos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), lo que les permitirá reconstituir los colchones fiscales, reducir las ratios de deuda y mantener las políticas fiscales en una senda sostenible.

**En este contexto, en este recuadro se analiza la orientación de la política fiscal durante períodos expansivos anteriores y la medida en que las épocas de bonanza se han utilizado para constituir colchones fiscales.** En este recuadro, una expansión se define como el período transcurrido desde que el PIB vuelve a situarse en el nivel máximo anterior a la contracción hasta que alcanza el siguiente máximo<sup>31</sup>. Con frecuencia, esta parte del ciclo se denomina expansión, en contraposición a la fase de recuperación, es decir, el período durante el que el PIB retorna desde un mínimo cíclico hasta el nivel máximo previo (véase gráfico A). Una forma alternativa utilizada para caracterizar las expansiones consiste en identificar estas con los períodos en los que la brecha de producción es positiva y el ritmo de crecimiento observado del PIB es mayor que el del PIB potencial.

<sup>30</sup> Véanse, entre otros, John B. Taylor, «Reassessing Discretionary Fiscal Policy», *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n.º 3, 2000, pp. 21-36, y, para un análisis más reciente, «Now is the time: Fiscal policies for sustainable growth», *Fiscal Monitor*, FMI, Washington, abril de 2015.

<sup>31</sup> Para determinar los máximos y mínimos cíclicos se utiliza el método de Bry-Boschan con datos trimestrales del PIB real. Para más detalles, véase Harding y Pagan, «Dissecting the cycle: A methodological investigation», *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, número 2, 2002, pp. 365-381.

**Gráfico A**  
Representación simplificada del ciclo económico



Fuente: BCE, elaboración propia.

Notas: El segmento de expansión que figura en rojo muestra el período transcurrido entre el momento en el que el nivel del PIB real vuelve a situarse en su máximo anterior y continúa creciendo hasta alcanzar el siguiente máximo. Una contracción se define como un período con al menos dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo del PIB.

**Entre 1996 y 2007, la zona del euro registró un prolongado período de expansión (véase cuadro A).** Durante ese tiempo, el PIB real de la zona creció, en promedio, un 2,4 % al año. Entre las cinco economías de mayor tamaño de la zona, Francia, España y los Países Bajos experimentaron un largo período de expansión, con un crecimiento medio del PIB en estos dos últimos países considerablemente más elevado que en Francia. En el caso de Alemania e Italia, la muy prolongada fase expansiva registrada en ambos se interrumpió a principios de la década de 2000, se reanudó en torno a mediados de esa década y continuó hasta 2007. De los cinco países de la zona del euro mencionados, la tasa de crecimiento media del PIB real de Italia fue la más baja durante el período de expansión que precedió a la gran recesión. En años más recientes, Alemania ha sido el único país en el que se identificó una breve fase expansiva inmediatamente después de la crisis económica y financiera de 2008-2009.

## Cuadro A

Orientación de la política fiscal y evolución de las finanzas públicas durante períodos de expansión

Periodos de expansión	Orientación fiscal media anual	Saldo primario ajustado de ciclo		Deuda de las AAPP		Saldo primario	Crecimiento del PIB real	Brecha de producción	
		Comienzo	Final	Comienzo	Final				
		(% del PIB)					Media (%)		
<b>Zona del euro</b>									
I TR 1996-I TR 2008	0,0	0,5	0,7	70,8	64,9	1,4	2,4	0,6	
<b>Alemania</b>									
I TR 1996-II TR 2001	0,6	0,4	3,3	54,8	58,9	1,3	1,9	0,0	
II TR 2005-I TR 2008	0,6	0,0	1,8	64,8	63,7	1,1	2,6	-0,1	
I TR 2011-III TR 2012	1,5	-0,6	1,2	80,9	79,8	1,9	2,5	0,5	
<b>Francia</b>									
I TR 1996-I TR 2008	-0,1	-0,7	-1,7	55,8	64,3	0,2	2,3	0,8	
<b>Italia</b>									
I TR 1996-I TR 2001	0,0	3,9	4,0	116,9	105,1	5,0	2,0	0,3	
IV TR 2003-I TR 2008	0,1	1,5	1,9	100,5	99,8	1,4	1,5	1,4	
<b>España</b>									
I TR 1996-II TR 2008	0,2	-0,8	1,9	61,7	35,6	2,0	3,8	1,7	
<b>Países Bajos</b>									
I TR 1996-II TR 2008	0,3	-2,8	0,8	73,6	42,7	2,4	3,0	0,0	

Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los períodos de expansión indican los trimestres a partir de los que el nivel del PIB retorna al máximo anterior a la contracción y hasta que alcanza el siguiente máximo. La orientación fiscal media anual se calcula como la variación interanual media del saldo primario ajustado de ciclo. Dado que los datos sobre el saldo primario ajustado de ciclo están disponibles solo a partir de 1995 y, por lo tanto, los relativos a la orientación fiscal a partir de 1996, el comienzo de la primera fase expansiva se ha fijado en el primer trimestre de 1996. No obstante, el PIB real de la zona del euro alcanzó el nivel máximo anterior a la crisis en el segundo trimestre de 1994. Los indicadores se refieren a datos a fin de año cuando el final de la expansión se produce a partir del tercer trimestre. Para Alemania, el saldo primario ajustado de ciclo de 1995 se ha corregido del considerable impacto puntual de la inclusión de Treuhandanstalt (una agencia fiduciaria creada para privatizar empresas de la antigua República Democrática Alemana) en los presupuestos federales de Alemania.

**En el período que precedió a la crisis financiera, la orientación media de la política fiscal de la zona del euro fue neutral<sup>32</sup>.** En los distintos países, la orientación de la política fiscal, definida como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, fue prácticamente neutral en España, Italia y Francia, ligeramente contractiva en los Países Bajos y más contracíclica en Alemania<sup>33</sup> (véase cuadro A).

<sup>32</sup> La orientación de la política fiscal mide el efecto de la política del Gobierno en el saldo presupuestario. El saldo primario ajustado de ciclo (es decir, el saldo presupuestario excluidos los pagos de intereses y el componente cíclico) es el principal indicador utilizado para medir este efecto. Con todo, puede ser una medida imperfecta de los esfuerzos del Gobierno, habida cuenta de la incertidumbre en torno al cálculo de la brecha de producción y del hecho de que el propio indicador podría estar influido por factores que escapan al control del Gobierno, entre los que se incluyen los ingresos públicos y las cotizaciones sociales que dependen de bases que con frecuencia muestran una evolución ligeramente distinta de la del PIB, de modo que las elasticidades impositivas estándar no son válidas. Recientemente, la evaluación del esfuerzo fiscal se ha complementado con un análisis «desagregado» (*bottom-up*) que proporciona una cuantificación más detallada del esfuerzo del Gobierno en términos de medidas relacionadas con los ingresos y los gastos. Para más detalles, véase el artículo titulado «The assessment of fiscal effort», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2014.

<sup>33</sup> En general, una orientación de la política fiscal entre el -0,2 % y el +0,2 % del PIB suele considerarse prácticamente neutral. En el análisis efectuado en este recuadro se utilizan datos *ex post*. Se ha de observar que, en comparación con los datos en tiempo real, los datos *ex post* muestran un deterioro de los saldos ajustados de ciclo en los países de la zona del euro como consecuencia de revisiones a la baja *ex post* del producto potencial durante la fase expansiva de 1996-2007. Esto significa que los datos en tiempo real habrían mostrado una orientación más contracíclica que los datos *ex post*.

Asimismo, como el PIB también creció de forma acusada, la ratio de deuda disminuyó de forma significativa en España y en los Países Bajos. En cambio, aumentó en Francia, entre otros factores como consecuencia de la persistencia de un saldo primario ajustado de ciclo negativo durante todo el período expansivo. Se ha de observar que Italia registró superávits primarios ligeramente elevados durante la expansión de 1996-2000 que se plasmaron en una reducción sustancial de su ratio de deuda. Sin embargo, esta evolución no se repitió en la siguiente fase de expansión, entre 2003 y 2007, cuando el crecimiento medio del PIB real fue algo más débil y el superávit primario considerablemente más bajo. Alemania destaca como el país con el mayor grado de contraciclicidad, de forma consistente, durante las fases expansivas.

**Un análisis simple de la «función de reacción fiscal» permite identificar los principales factores que están determinando las políticas discrecionales.** Según la literatura al respecto<sup>34</sup>, al decidir qué orientación debe seguir la política fiscal, los responsables políticos pueden verse influenciados por: i) el nivel de deuda, ya que unas ratios de deuda elevadas pueden requerir medidas de consolidación para garantizar la sostenibilidad; ii) el nivel inicial del saldo primario, puesto que cuanto más elevado sea, menor será la necesidad de constituir colchones fiscales; iii) consideraciones electorales, porque la política fiscal puede utilizarse para conseguir apoyos en épocas de elecciones, y iv) el ciclo económico, dado que los Gobiernos pueden constituir colchones fiscales en épocas de bonanza para contrarrestar los efectos de una recesión posterior.

**La función de reacción fiscal estimada parece ser acorde con la evidencia descriptiva que se presenta en el cuadro A.** El gráfico B muestra el impacto relativo de las variables explicativas estadísticamente significativas, obtenido a partir de las estimaciones de la función de reacción fiscal<sup>35</sup>. Los resultados confirmán las conclusiones de la literatura, concretamente que la orientación general de la política fiscal se ha visto influida positivamente (en el sentido de una orientación de la política fiscal más restrictiva) por el nivel de deuda y negativamente (en el sentido de una orientación más expansiva) por el nivel inicial de saldo primario. Además, el gráfico B muestra que, durante los períodos de expansión económica, según se define en este recuadro, la orientación de la política fiscal también tiende a ser relativamente más restrictiva.

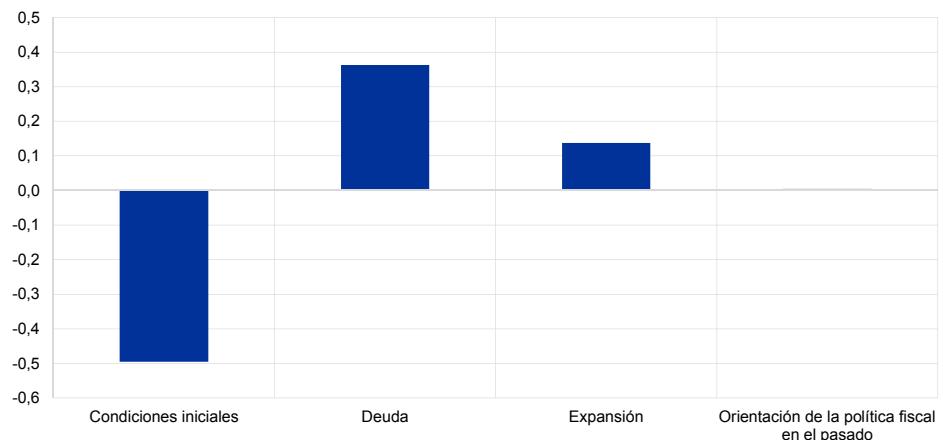
<sup>34</sup> Véanse A. Turrini, «Fiscal policy and the cycle in the euro area: The role of government revenue and expenditure», *Economic Papers*, n.º 323, 2008; C. Checherita-Westphal y V. Žďárek, «Fiscal reaction function and fiscal fatigue: evidence for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 2036, BCE, 2017, y R. Golinelli, I. Mammì, S. Momigliano y P. Rizza, «The Cyclical of Fiscal Policy in the Euro Area over the Crisis» en las actas del XIX Seminario sobre Finanzas Públicas, Banca d'Italia, 2017, mimeo.

<sup>35</sup> Según el enfoque de la función de reacción fiscal, la orientación de la política fiscal (es decir, la variación del saldo primario ajustado de ciclo) se estima como una función de: i) la orientación de la política fiscal retardada; ii) el nivel retardado del saldo primario ajustado de ciclo; iii) el nivel de deuda retardado, y iv) una variable ficticia igual a 1 durante los años de expansión económica (según se define en el gráfico A), y 0 en los demás casos. Esta relación se estima utilizando una muestra de las cinco economías más importantes de la zona del euro durante el período 1996-2017. Los métodos de estimación se basan en datos de panel, con efectos fijos y variables instrumentales para tener en cuenta posibles problemas de endogeneidad. Otros contrastes de robustez incluyen la estimación mediante el método generalizado de momentos dinámico.

## Gráfico B

### Contribuciones a la orientación de la política fiscal (1996-2017)

(puntos porcentuales)



Notas: Las barras representan el impacto relativo de cada variable explicativa considerada sobre la orientación de la política fiscal (es decir, la variación del saldo primario ajustado de ciclo) estimada con una función de reacción fiscal. Para cada variable, este impacto se calcula multiplicando el coeficiente estimado por el valor medio de dicha variable, tomado como ratio del valor predicho de la orientación de la política fiscal. Las estimaciones de los coeficientes se han obtenido utilizando técnicas de datos de panel con efectos fijos (véase la nota al pie 35). Otros contrastes de robustez incluyen la estimación mediante el método generalizado de momentos dinámico para tener en cuenta la posible endogeneidad derivada de la inclusión de la variable dependiente retardada entre los regresores. Los instrumentos utilizados son valores retardados de las variables endógenas. Los resultados son robustos a las diversas especificaciones. Observaciones = 100. Las condiciones iniciales incluyen el nivel retardado del saldo primario ajustado de ciclo y la constante.

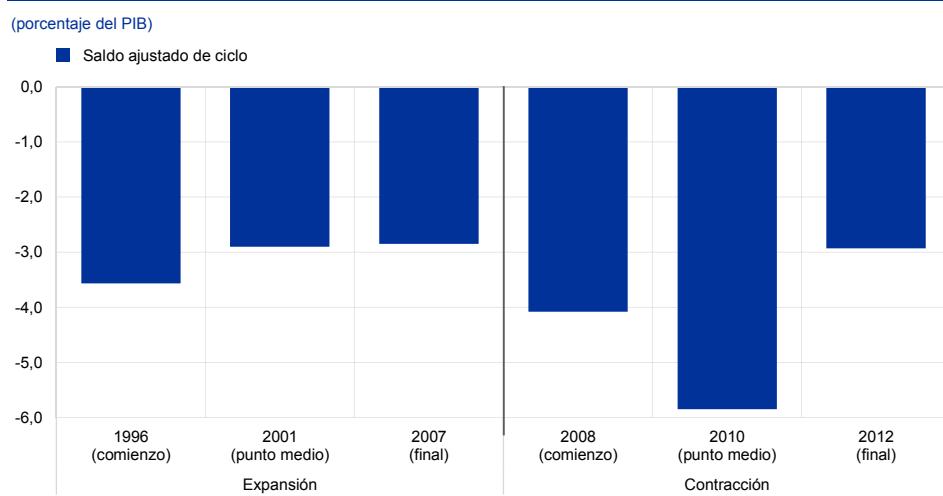
**La orientación ligeramente contracíclica o prácticamente neutral que predominó durante la fase expansiva anterior a la crisis financiera no fue suficiente para constituir colchones adecuados a fin de afrontar la recesión posterior.** En el contexto del marco de gobernanza fiscal de la UE, todos los países miembros deben alcanzar unos niveles sostenibles de deuda y al mismo tiempo asegurarse de que sus presupuestos ofrecen suficiente margen de maniobra, así como un margen de seguridad para evitar incumplir las normas fiscales de la UE en caso de producirse perturbaciones negativas<sup>36</sup>. Durante el período expansivo muy prolongado anterior a la crisis financiera y económica de 2008-2009, la zona del euro no logró constituir suficientes colchones fiscales. Esto se debió a la persistencia de un saldo ajustado de ciclo negativo (es decir, el saldo presupuestario, excluido el componente cíclico; véase gráfico C). Al iniciarse la crisis, el saldo ajustado de ciclo de la zona era del -2,8 %. En el período posterior (2008-2010) descendió adicionalmente, en torno a 3 puntos porcentuales del PIB (situándose en el -5,8 % en 2010), y la deuda en relación con el PIB aumentó casi 20 puntos porcentuales del PIB, según datos de la Comisión Europea. Sobre la base de esta experiencia y en vista de la deuda acumulada durante la doble recesión, parece haber razones justificadas para que los países de la zona del euro aprovechen las favorables condiciones económicas actuales para reconstituir suficientes colchones fiscales, en consonancia con el PEC. En este contexto conviene recordar la observación del Eurogrupo de noviembre de 2017 de que el

<sup>36</sup> Desde 2005, este requisito se ha concretado en la exigencia de converger hacia su objetivo a medio plazo, esto es, mantener una situación presupuestaria en equilibrio o próxima al equilibrio en términos estructurales. Dado que este análisis se inicia antes de la introducción del equilibrio estructural, el nivel del saldo ajustado de ciclo al final de cada fase expansiva se utiliza como aproximación al grado en que los países han constituido colchones fiscales.

limitado ajuste fiscal estructural que algunos Estados miembros tienen previsto acometer en 2018 era motivo de preocupación, especialmente cuando va unido a unos riesgos considerables para la sostenibilidad<sup>37</sup>. El Eurogrupo invitó a todos los Estados miembros que, a juicio de la Comisión, corrían el riesgo de incumplir las exigencias del PEC a que consideren, oportunamente, la adopción de las medidas adicionales necesarias para asegurar que las cumplen en sus presupuestos para 2018.

### Gráfico C

#### Saldo ajustado de ciclo de la zona del euro en la expansión y contracción anteriores



Fuente: Comisión Europea.

Notas: Véanse las definiciones de expansión y contracción en las notas del gráfico A. El punto medio se refiere al año en la mitad del período de expansión y contracción.

<sup>37</sup> Véase el recuadro titulado «Análisis de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2018», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2017.

## 8

# La evaluación de 2018 de los desequilibrios macroeconómicos y de los avances en las reformas efectuada por la Comisión Europea

Nico Zorell

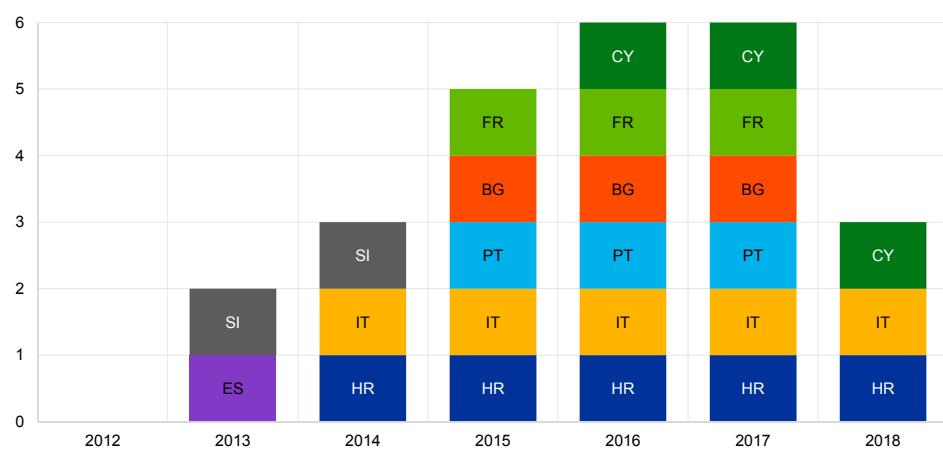
**La evaluación de 2018 de los desequilibrios macroeconómicos y de los avances en las reformas efectuada por la Comisión Europea confirma que muchos Estados miembros de la UE deben realizar mayores esfuerzos para potenciar el crecimiento económico y la resiliencia de forma más sostenible.**

**La evaluación efectuada por la Comisión, cuyas conclusiones se publicaron el 7 de marzo de 2018, es parte integrante del Semestre Europeo y del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM).** El Semestre Europeo proporciona un marco para la coordinación de las políticas económicas y fiscales en toda la UE. Dentro de este marco, el PDM tiene por objeto evitar la aparición de desequilibrios macroeconómicos perjudiciales en los Estados miembros de la UE, y corregirlos si se determina que son excesivos. Después del ejercicio de revisión que se lleva a cabo en otoño de cada año a partir de un conjunto estandarizado de indicadores, la Comisión Europea realiza un examen exhaustivo de una selección de países. Si se constata la existencia de desequilibrios, el Estado miembro en cuestión recibe recomendaciones en el contexto del componente preventivo del procedimiento. Si se considera que los desequilibrios son excesivos, la Comisión puede intensificar el procedimiento iniciando un procedimiento de desequilibrio excesivo (PDE) con una recomendación al Consejo de la Unión Europea. Con arreglo al componente correctivo de este procedimiento, el Estado miembro correspondiente debe presentar un plan de acción correctiva y se le pueden imponer sanciones económicas.

**La evaluación de 2018 de la Comisión señala una corrección gradual de los desequilibrios macroeconómicos en todos los Estados miembros de la UE.** El número de países que, a juicio de la Comisión, presentan desequilibrios excesivos ha disminuido por primera vez desde la introducción del PDM en 2011. Solo tres Estados miembros (Croacia, Italia y Chipre) permanecen en este grupo (véase gráfico A), en el que, durante los tres últimos años, también estuvieron incluidos Bulgaria, Francia y Portugal. Sin embargo, a raíz de las mejoras observadas, actualmente la Comisión considera que registran desequilibrios (en lugar de desequilibrios excesivos) (véase cuadro A). Alemania, Irlanda, España, Países Bajos y Suecia continúan en la misma categoría, pese a los recientes avances alcanzados en la reducción de algunos de los desequilibrios. En el caso de Eslovenia, la Comisión ha llegado a la conclusión de que ya no presenta los desequilibrios identificados el año pasado. En conjunto, la Comisión no ha encontrado evidencia de la existencia de desequilibrios macroeconómicos en 16 Estados miembros, concretamente Eslovenia y los países que no fueron seleccionados para ser sometidos a un examen exhaustivo en la primera fase del PDM.

## Gráfico A

Estados miembros de la UE que se considera que presentan desequilibrios excesivos



Fuente: Comisión Europea.

Notas: El gráfico muestra los países que la Comisión Europea considera que han registrado o registran «desequilibrios excesivos» en los años indicados. Los países sujetos a un programa de ajuste económico se incorporan automáticamente al PDM tras la finalización del programa. En 2012 no se detectaron desequilibrios excesivos en ningún país.

## Cuadro A

Conclusiones de la Comisión sobre el Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de 2018

(1) Sin desequilibrios		(2) Desequilibrios	(3) Desequilibrios excesivos	(4) Desequilibrios excesivos y aplicación del componente correctivo
BE	MT	BG	HR	-
CZ	AT	DE	IT	
DK	PL	IE	CY	
EE	RO	ES		
LV	SK	FR		
LT	SI	NL		
LU	FI	PT		
HU	UK	SE		

Fuente: Comisión Europea.

Notas: Los cuatro países sombreados son aquellos respecto de los que la Comisión Europea ha mejorado la clasificación en el PDM en 2018 (ya sea de «desequilibrios excesivos» a «desequilibrios» o de «desequilibrios» a «sin desequilibrios»). Grecia no está sujeta al PDM actualmente, ya que el país está sometido a un programa de ajuste económico.

**La mejora observada recientemente en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos ha obedecido, en parte, a factores cíclicos, y ha estado impulsada por la continuada expansión económica de la UE.** El mayor dinamismo del crecimiento ha favorecido directa e indirectamente la corrección de los desequilibrios. Directamente, ha facilitado el desapalancamiento de empresas y hogares, así como una disminución del desempleo, e indirectamente ha contribuido a reducir los niveles de los desequilibrios, que generalmente se expresan en relación con el producto nacional. En consecuencia, la deuda pública, privada y externa ha seguido descendiendo en la mayoría de los Estados miembros de la UE. Además, el desempleo total (y en particular el juvenil) ha continuado disminuyendo, lo que en algunos países se ha visto facilitado por las reformas del mercado de trabajo emprendidas en años anteriores.

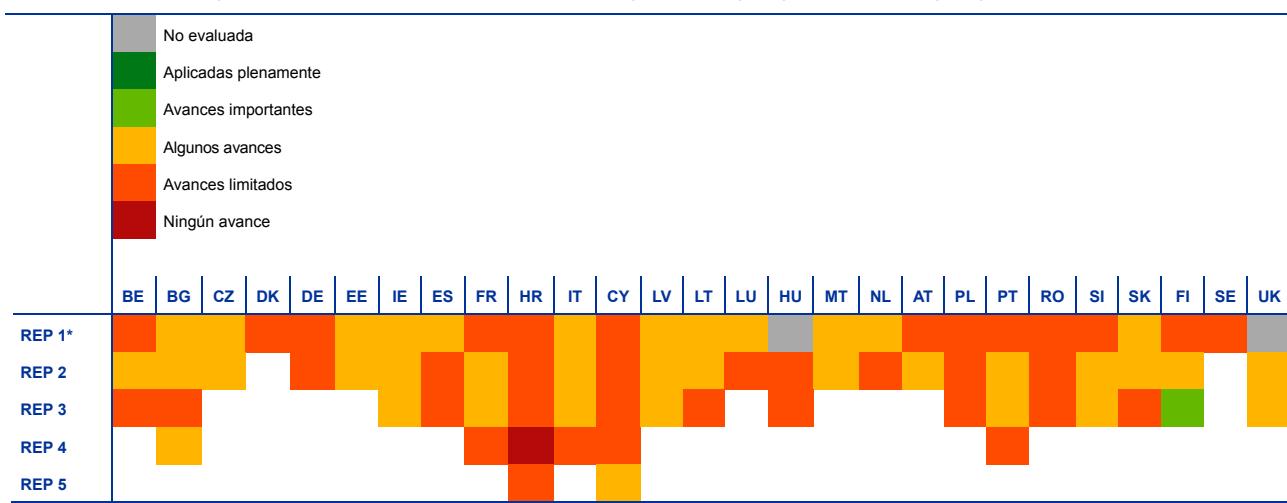
**Pese a estas mejoras, la Comisión ha advertido expresamente de los riesgos derivados de los elevados niveles de los desequilibrios.** En particular, los niveles de deuda pública, privada y externa continúan siendo muy superiores a los registrados antes de la crisis en muchos Estados miembros y constituyen una fuente de vulnerabilidad ante perturbaciones adversas en el futuro. Esto hace que sea necesario realizar un seguimiento estrecho y continuo de los países sujetos al PDM, incluso de aquellos respecto de los que ya no se considera que experimentan desequilibrios excesivos.

**Las reformas estructurales son esenciales para potenciar el crecimiento y la resiliencia de manera sostenible, aunque, el año pasado, el ritmo de aplicación de las reformas continuó siendo bastante limitado en muchos Estados miembros de la UE.**

Esta es la conclusión que se desprende de la evaluación anual del cumplimiento de las recomendaciones específicas por país (REP) efectuada por la Comisión. Las REP proporcionan orientaciones de política a cada Estado miembro de la UE para un período de unos 12 a 18 meses sobre cómo potenciar el crecimiento económico y la resiliencia al tiempo que se mantienen unas finanzas públicas saneadas. Las REP actuales fueron adoptadas por el Consejo de la Unión Europea en julio de 2017. Al igual que el año anterior, la Comisión ha concluido que solo se han realizado «algunos» avances o avances «limitados» en la aplicación de la inmensa mayoría (más del 90 %) de las recomendaciones de reforma, mientras que solo en una de las recomendaciones específicas (de casi 80) se han registrado avances importantes, y ninguna se ha aplicado plenamente (véase cuadro B). Pese a su mayor vulnerabilidad, los seis países en los que el año pasado se detectaron desequilibrios excesivos no alcanzaron, en promedio, tasas de implementación mucho mayores que el Estado miembro promedio de la UE. En promedio, este también es el caso de los tres países cuya clasificación en el PDM fue mejorada (de «desequilibrios excesivos» a «desequilibrios») en la evaluación de 2018 de la Comisión.

## Cuadro B

Evaluación de la aplicación de las recomendaciones específicas por país de 2017 por parte de la Comisión



Fuente: Comisión Europea.

Notas: \* En la evaluación de la REP 1 no se incluye el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que será evaluado por la Comisión Europea en la primavera de 2018. «No evaluada» se aplica a los casos en los que la REP 1 se refiere en su mayor parte o exclusivamente al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Grecia está sujeta a un programa de ajuste económico y, por tanto, no ha recibido ninguna REP.

**La utilización íntegra y eficaz de todos los instrumentos disponibles en el marco del PDM, incluido su componente correctivo, podría ayudar a revitalizar la agenda de reformas, habida cuenta de la favorable situación económica actual.** Pese a haber identificado desequilibrios excesivos en tres países en su evaluación de 2018, la Comisión no ha propuesto activar el procedimiento de desequilibrio excesivo (el componente correctivo del PDM). Mientras que la aplicación fragmentada de las REP pone de manifiesto las dificultades para mejorar la implementación de reformas utilizando el brazo preventivo del PDM, el componente correctivo del procedimiento establece un proceso bien definido que asegura un mayor impulso en la aplicación de las reformas críticas más necesarias desde el punto de vista macroeconómico. Esto es especialmente importante para los Estados miembros más vulnerables, con vistas a mejorar su resiliencia y el funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria. En general, hasta ahora, el PDM ha sido más eficaz en la identificación de desequilibrios macroeconómicos que en su corrección. La aplicación de todos los instrumentos disponibles —incluida la activación del componente correctivo en los países con desequilibrios excesivos— podría aumentar la eficacia del procedimiento, a lo que también se instó de forma explícita en el Informe de los cinco presidentes de 2015<sup>38</sup>, y recientemente por parte del Tribunal de Cuentas Europeo<sup>39</sup>. Asimismo, un mayor compromiso nacional con los programas de reforma presentados en el contexto del Semestre Europeo podría contribuir a aumentar la efectividad del PDM.

---

<sup>38</sup> J. C. Juncker *et al.*, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, junio de 2015.

<sup>39</sup> Tribunal de Cuentas Europeo, *Audit of the Macroeconomic Imbalance Procedure (PDM)*, Special Report n.º 3, 2018.

# Artículos

## 1 Los efectos reales de las restricciones al crédito

Miguel García-Posada

*En este artículo se analiza la literatura existente sobre restricciones financieras y sus efectos en la inversión. Asimismo, se ofrece nueva evidencia al respecto basada en una muestra amplia de empresas de doce países europeos para el período 2014-2017. Los datos proceden de la encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, en sus siglas en inglés), que se centra específicamente en las pequeñas y medianas empresas (pymes). La evidencia disponible sugiere que las restricciones al crédito desempeñan un papel crucial en las decisiones de inversión de las sociedades no financieras.*

### 1 Introducción

**Bajo determinados supuestos, la estructura de financiación de una empresa no influye en sus inversiones.** Según el teorema de Modigliani-Miller<sup>40</sup>, piedra angular de la literatura sobre las finanzas corporativas, en determinadas circunstancias, el valor de una empresa no depende de su estructura de capital. Esto implica que, en un contexto de mercados de capitales perfectos, las decisiones de financiación de una empresa son independientes de sus decisiones de inversión. En ese caso, los recursos internos y los externos son sustitutos perfectos, y las decisiones de inversión no se ven afectadas por factores financieros como la liquidez interna, el apalancamiento o los pagos de dividendos.

**Sin embargo, en la práctica, los recursos externos son generalmente más costosos que los recursos generados internamente, por diversos factores.** Factores como los costes de transacción, las ventajas fiscales, los costes derivados de las dificultades financieras, los costes de agencia y las asimetrías en la información hacen que el teorema de Modigliani-Miller no se sostenga<sup>41</sup>. En este contexto, los recursos internos y los externos son sustitutos imperfectos, lo que lleva a la aparición de una prima de financiación externa. Así pues, las restricciones financieras pueden tener efectos (negativos) importantes sobre las variables reales y, en consecuencia, la disponibilidad de financiación externa puede influir en las decisiones de inversión.

**En este artículo se analiza la literatura existente y se ofrece nueva evidencia sobre este tema.** En la sección 2 se examina la evidencia empírica relativa al

<sup>40</sup> F. Modigliani y M. H. Miller, «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, vol. 48, 1958, pp. 261-297.

<sup>41</sup> Para un análisis de los estudios teóricos existentes en este ámbito, véase F. Schiantarelli, «Financial Constraints and Investment: Methodological Issues and International Evidence», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 12, n.º 2, 1996, pp. 70-89.

impacto de las restricciones financieras en la inversión empresarial. En la sección 3 se proporciona nueva evidencia basada en la encuesta del BCE y la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE)<sup>42</sup>, que se complementa con información procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro<sup>43</sup>. Por último, en la sección 4 se presentan las conclusiones.

## 4 Conclusiones

**A priori, no está claro que las restricciones al crédito afecten a la inversión empresarial.** En el contexto de unos mercados de capitales perfectos sin fricciones, el teorema de Modigliani-Miller sostiene que las decisiones de financiación de una empresa son independientes de sus decisiones de inversión porque los recursos internos y los externos son sustitutos perfectos. Sin embargo, en la práctica, diversos factores hacen que sean sustitutos imperfectos, por lo que las restricciones financieras pueden tener efectos importantes sobre la inversión empresarial. En este artículo se ha analizado la literatura existente y se ha proporcionado nueva evidencia basada en una muestra amplia de empresas europeas.

**La evidencia disponible sugiere que las restricciones financieras tienen efectos importantes sobre las decisiones de inversión de las sociedades no financieras y pone de relieve el destacado papel de la política monetaria a la hora de mitigarlos.** Ante la reciente crisis financiera, los bancos centrales de todo el mundo adoptaron medidas sin precedentes para restablecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria y con ello alivieron las restricciones financieras que afrontaban los hogares y las empresas<sup>44</sup>. A su vez, estas medidas pueden haber impulsado la inversión a través del canal del crédito y de su impacto en la prima de financiación externa pagada por las empresas. No obstante, se ha de actuar con cautela al extraer conclusiones sobre las implicaciones macroeconómicas de los estudios mencionados —basados en evidencia microeconómica—, ya que se apoyan en análisis de equilibrio parcial y con frecuencia utilizan datos cualitativos procedentes de encuestas.

**Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.**

<sup>42</sup> Los informes periódicos sobre la encuesta SAFE pueden consultarse en el sitio web del BCE.

<sup>43</sup> Para obtener información más detallada relativa a la encuesta sobre préstamos bancarios, véase P. Köhler-Ulrich, H. Hempell y S. Scopel, «The euro area bank lending survey. Role, development and use in monetary policy preparation», *Occasional Paper Series*, n.º 179, BCE, 2016.

<sup>44</sup> La proporción de empresas con restricciones financieras en la zona del euro ha descendido desde 2012. Véase el recuadro titulado «Recent business investment developments from the perspective of firm-level survey data», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2016.

## 2

# El impacto económico del envejecimiento de la población y las reformas de los sistemas de pensiones

Carolin Nerlich y Joachim Schrotth

Este artículo examina las implicaciones macroeconómicas y fiscales del envejecimiento de la población en la zona del euro y considera cómo las reformas de los sistemas de pensiones pueden ayudar a abordar estos retos. Según las proyecciones más recientes de Eurostat, el envejecimiento de la población proseguirá e incluso se intensificará en las próximas décadas en la zona del euro. Se prevé que este proceso en curso, derivado del aumento de la esperanza de vida y las bajas tasas de fertilidad, lleve a una disminución de la oferta de trabajo y a pérdidas de productividad, así como a cambios de comportamiento, y es probable que tenga un efecto adverso sobre el crecimiento potencial. Asimismo, al provocar aumentos del ahorro por motivo precaución, cabe esperar que el envejecimiento tenga un efecto moderador sobre los tipos de interés durante un período de tiempo prolongado. El envejecimiento poblacional también conlleva variaciones de los precios relativos, debido principalmente a cambios en la demanda, con un incremento de la de servicios. Además, se prevén presiones adicionales al alza sobre el gasto público en pensiones, atención sanitaria y cuidados de larga duración en los países de la zona del euro a medida que envejezca su población.

Aunque muchos países de la zona del euro acometieron reformas de sus sistemas de pensiones tras la crisis de la deuda soberana, parece necesario emprender nuevas reformas para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. En este sentido, la adopción de medidas que incrementen la edad de jubilación puede mitigar los efectos macroeconómicos adversos del envejecimiento, ya que tendrán un impacto positivo sobre la oferta de trabajo y el consumo interno. En cambio, aumentar el tipo de cotización o reducir la ratio de prestaciones sociales podría tener unas consecuencias macroeconómicas menos favorables.

## 1 Introducción

**El envejecimiento de la población en la zona del euro plantea varios retos económicos.** Se espera que este proceso en curso ejerza presiones a la baja sobre el crecimiento potencial, la oferta de trabajo y el tipo de interés de equilibrio. Asimismo, se prevé que las economías de los países cuya población está envejeciendo se enfrenten a unos costes fiscales más elevados relacionados con este factor, lo que podría entrañar riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas. El hecho de que los patrones de consumo probablemente cambien a medida que aumente la edad de la población también podría afectar a los precios relativos, lo que, a su vez, podría tener implicaciones para la transmisión de la política monetaria. La combinación de todos estos efectos diversos se suma a los retos para la política monetaria.

**En este artículo se analizan diversas implicaciones macroeconómicas importantes del envejecimiento de la población y la manera en que las**

**reformas de los sistemas de pensiones pueden contribuir a amortiguar este impacto.** En primer lugar, se examinan las proyecciones demográficas más recientes de Eurostat y sus principales determinantes, para después analizar las repercusiones macroeconómicas del envejecimiento para el crecimiento potencial, considerando específicamente la oferta de trabajo, la formación de capital y la productividad total de los factores. Asimismo, se estudia su impacto adverso sobre el crecimiento utilizando un modelo muy estilizado. En el artículo también se aborda el efecto del envejecimiento de la población en los saldos presupuestarios y la sostenibilidad de la deuda, mientras que su impacto sobre los precios relativos a través de cambios en los patrones de consumo se analiza en un recuadro específico. En la última sección se examina el papel de las reformas de las pensiones y sus efectos macroeconómicos, con un recuadro en el que se presentan diversas simulaciones realizadas con el modelo anteriormente señalado. Las implicaciones para la política monetaria, concretamente a través de variaciones del tipo de interés real de equilibrio, también se consideran en un recuadro aparte.

## Conclusiones

**Del análisis realizado en este artículo se concluye que el envejecimiento de la población tendrá importantes implicaciones macroeconómicas y fiscales para la zona del euro.** En particular, el envejecimiento llevará a una disminución de la oferta de trabajo y es probable que tenga efectos adversos sobre la productividad, mientras que sus consecuencias para el ahorro y la inversión variarán a lo largo del tiempo en función del tamaño relativo de las diversas cohortes y de los cambios de comportamiento. En general, las simulaciones realizadas con un modelo estilizado respaldan estas conclusiones. El envejecimiento poblacional también conllevará variaciones de los precios relativos, debido principalmente a cambios en la demanda, con un aumento de la de servicios. Asimismo, el gasto público en pensiones, atención sanitaria y cuidados de larga duración se verá sometido a presiones adicionales al alza, lo que hará que a los países de la zona del euro les resulte difícil reducir su considerable nivel de deuda y garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo.

**En este contexto, muchos países acometieron reformas de los sistemas de pensiones tras la crisis de la deuda soberana, aunque estas se han ralentizado en los últimos tiempos.** Sería esencial emprender reformas adicionales en este ámbito y no deberían postergarse, teniendo en cuenta también consideraciones de economía política.

**Aunque las reformas de las pensiones ayudarán a contener el impacto fiscal del envejecimiento de la población, sus implicaciones macroeconómicas concretas pueden variar considerablemente en función de la naturaleza específica de las medidas de reforma.** En particular, cabe esperar que el aumento de la edad de jubilación reduzca los efectos adversos del envejecimiento, gracias a su impacto favorable sobre la oferta de trabajo y el consumo interno. En cambio, la reducción de la ratio de prestaciones sociales probablemente contribuirá muy poco a paliar estos efectos macroeconómicos, mientras que la subida del tipo de cotización

de hecho tenderá a acentuarlos. Las simulaciones realizadas con un modelo estilizado respaldan estas conclusiones. Ahora bien, por definición, estos resultados solo representan una valoración general de los efectos macroeconómicos de las reformas de las pensiones y no permiten extraer conclusiones sobre las agendas reformistas de países concretos. Asimismo, los factores relacionados con el envejecimiento de la población y las reformas de las pensiones son un determinante a largo plazo del tipo de interés real de equilibrio, que una política monetaria orientada a la estabilidad de precios ha de tener en cuenta.

**[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 períodos)						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
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	1,9	0,9	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	.	2,3	1,7	1,6	6,9	2,3	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 I TR	0,9	0,3	0,2	0,3	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	0,6	1,9	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
III TR	1,0	0,8	0,5	0,6	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
IV TR	.	0,6	0,4	0,1	1,6	0,6	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4
2017 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	-	-	-	-	-	-	2,4	1,8	2,2	3,1	0,6	1,7	1,5
Dic	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,1	3,0	1,0	1,8	1,4
2018 Ene	-	-	-	-	-	-	.	.	2,1	3,0	1,4	1,5	1,3
Feb <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,2

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						Índice PMI global <sup>2)</sup>					
	Global <sup>2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores	Mun-diales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,5
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,0	1,1	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,2	3,1	6,6
2017 I TR	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,2	51,9	1,9	1,1	2,3
II TR	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,2	51,6	0,3	1,6	-0,6
III TR	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,6	1,0	2,0
IV TR	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,4	1,6	1,3
2017 Sep	53,2	54,8	54,1	51,7	51,4	56,7	52,9	53,3	51,5	1,6	1,0	2,0
Oct	53,6	55,2	55,8	53,4	51,0	56,0	52,7	53,9	51,7	0,8	0,3	1,1
Nov	53,2	54,5	55,0	52,2	51,6	57,5	53,7	53,1	52,2	1,2	0,8	1,5
Dic	53,4	54,1	54,9	52,2	53,0	58,1	54,3	53,1	52,5	1,4	1,6	1,3
2018 Ene	53,6	53,8	53,4	52,8	53,7	58,8	54,6	53,2	53,2	.	.	.
Feb	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,9	54,5	52,5	.	.	.

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

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

2) Excluida la zona del euro.

## 2 Evolución financiera

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

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)		
	1	2	3	4	5	6	7
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	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2017 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
Dic	-0,34	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,60	-0,02
2018 Ene	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,73	-0,03
Feb	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse 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
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	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2017 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
Dic	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018 Ene	-0,63	-0,64	-0,52	0,05	0,71	1,35	0,81	1,07	-0,59	-0,21	0,96	1,60
Feb	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65

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											
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Aqua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2017 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
Dic	389,7	3.564,7	796,2	274,9	719,0	313,5	189,1	641,2	491,3	291,3	316,1	839,7	2.664,3	22.769,9
2018 Ene	398,4	3.612,2	822,3	276,1	731,7	323,4	196,3	661,2	504,6	284,9	312,6	848,1	2.789,8	23.712,2
Feb	380,6	3.426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2.705,2	21.991,7

Fuente: BCE.

## 2 Evolución financiera

### 2.4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a los hogares y a sus depósitos (nuevas operaciones)<sup>1), 2)</sup>

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo		Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación				
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:			Por período inicial de fijación del tipo de interés			TAE <sup>3)</sup>	Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE <sup>3)</sup>					
						Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			De 1 a 5 años	De 5 a 10 años						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2017 Feb	0,07	0,48	0,40	0,77	6,38	16,69	5,09	5,72	6,17	2,42	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85	
Mar	0,06	0,47	0,40	0,74	6,38	16,70	4,99	5,62	6,08	2,41	1,74	1,88	1,85	1,81	2,25	1,85	
Abr	0,06	0,47	0,39	0,73	6,33	16,70	4,83	5,58	5,96	2,39	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87	
May	0,06	0,46	0,39	0,81	6,32	16,70	5,09	5,78	6,22	2,46	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87	
Jun	0,05	0,46	0,38	0,77	6,30	16,82	4,68	5,74	6,19	2,43	1,69	1,89	1,91	1,89	2,22	1,87	
Jul	0,05	0,45	0,38	0,76	6,26	16,81	4,95	5,84	6,28	2,38	1,75	1,91	1,90	1,90	2,22	1,88	
Ago	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	5,33	5,89	6,34	2,38	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91	
Sep	0,05	0,45	0,35	0,74	6,27	16,80	5,07	5,71	6,21	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89	
Oct	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,92	5,68	6,15	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88	
Nov	0,05	0,45	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,17	1,87	
Dic	0,05	0,44	0,33	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,69	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83	
2018 Ene <sup>(p)</sup>	0,04	0,44	0,35	0,72	6,15	16,88	5,07	6,02	6,45	2,30	1,67	1,87	1,92	1,90	2,14	1,84	

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

### 2.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a las sociedades no financieras y a sus depósitos (nuevas operaciones)<sup>1), 2)</sup>

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo								Indicador sintético del coste de financiación		
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros				
		Hasta 2 años	Más de 2 años		4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	1	2	3												
2017 Feb	0,06	0,10	0,53	2,63	2,57	2,79	2,36	1,77	1,76	1,71	1,18	1,32	1,53	1,76	
Mar	0,06	0,08	0,58	2,58	2,51	2,79	2,36	1,76	1,79	1,72	1,30	1,63	1,57	1,82	
Abr	0,05	0,10	0,40	2,55	2,54	2,68	2,35	1,79	1,78	1,71	1,34	1,50	1,64	1,81	
May	0,05	0,10	0,43	2,51	2,49	2,77	2,38	1,76	1,73	1,72	1,20	1,47	1,63	1,76	
Jun	0,05	0,06	0,43	2,50	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,27	1,42	1,55	1,76	
Jul	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,74	1,75	1,72	1,23	1,33	1,66	1,74	
Ago	0,04	0,10	0,36	2,43	2,49	2,71	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,44	1,58	1,75	
Sep	0,04	0,07	0,44	2,42	2,44	2,73	2,39	1,71	1,68	1,73	1,19	1,46	1,58	1,73	
Oct	0,04	0,11	0,40	2,39	2,39	2,69	2,36	1,70	1,66	1,70	1,23	1,35	1,60	1,73	
Nov	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,60	2,35	1,70	1,61	1,69	1,23	1,32	1,56	1,72	
Dic	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,45	2,29	1,70	1,66	1,66	1,34	1,27	1,52	1,71	
2018 Ene <sup>(p)</sup>	0,04	0,06	0,47	2,35	2,39	2,51	2,33	1,65	1,61	1,73	1,11	1,38	1,61	1,67	

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 finan- cieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas
Corto plazo														
2014	1.320	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	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017 Jul	1.296	515	152	.	87	477	66	386	177	57	.	44	77	32
Ago	1.302	516	155	.	85	474	72	359	169	57	.	29	80	25
Sep	1.314	530	161	.	81	478	65	378	162	69	.	37	82	29
Oct	1.287	529	156	.	84	457	62	372	175	45	.	41	74	36
Nov	1.276	527	148	.	80	460	61	344	159	38	.	34	87	25
Dic	1.222	519	138	.	70	439	57	285	137	33	.	30	55	29
Largo plazo														
2014	15.129	4.048	3.161	.	993	6.285	643	226	65	49	.	16	86	10
2015	15.247	3.785	3.288	.	1.056	6.481	637	217	68	47	.	13	81	9
2016	15.399	3.695	3.235	.	1.185	6.643	641	220	62	53	.	18	79	8
2017 Jul	15.400	3.616	3.237	.	1.152	6.762	633	269	74	93	.	22	76	4
Ago	15.326	3.590	3.178	.	1.148	6.776	634	127	29	35	.	3	54	5
Sep	15.364	3.568	3.181	.	1.176	6.804	634	233	56	64	.	17	90	5
Oct	15.338	3.579	3.160	.	1.182	6.777	640	242	76	50	.	21	85	10
Nov	15.369	3.595	3.125	.	1.187	6.819	643	222	55	56	.	23	79	8
Dic	15.343	3.560	3.135	.	1.187	6.819	642	198	52	72	.	14	54	6

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	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas			10	11	10	11	
Saldo vivo														
2014	16.449,3	4.590,6	3.291,5	.	1.051,5	6.822,7	693,0	6.016,3	591,3	850,5	4.574,6			
2015	16.516,5	4.301,8	3.435,1	.	1.117,9	6.959,2	702,4	6.814,3	584,3	985,2	5.244,9			
2016	16.639,8	4.213,3	3.371,1	.	1.243,8	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.097,8	5.454,1			
2017 Jul	16.696,1	4.130,2	3.389,2	.	1.239,2	7.238,8	698,8	7.718,2	663,1	1.197,5	5.857,6			
Ago	16.627,8	4.105,8	3.333,3	.	1.233,0	7.250,5	705,2	7.638,4	630,8	1.174,6	5.832,9			
Sep	16.678,6	4.098,0	3.341,8	.	1.257,2	7.282,0	699,6	7.937,7	657,7	1.237,3	6.042,6			
Oct	16.625,6	4.108,4	3.315,2	.	1.265,8	7.233,9	702,3	8.168,2	649,6	1.301,3	6.217,3			
Nov	16.644,9	4.121,8	3.272,5	.	1.267,3	7.279,9	703,5	8.010,7	638,4	1.257,5	6.114,8			
Dic	16.565,9	4.078,8	3.273,3	.	1.256,4	7.257,5	699,8	7.959,5	628,5	1.251,2	6.079,8			
Tasa de crecimiento														
2014	-0,6	-8,0	1,1	.	5,3	3,2	1,1	1,5	7,2	1,9	0,7			
2015	0,3	-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 Jul	1,8	-1,1	3,6	.	9,5	1,8	-0,9	0,8	6,1	1,4	0,1			
Ago	1,6	-1,5	2,2	.	9,2	2,0	-0,3	0,8	6,1	1,4	0,2			
Sep	1,4	-1,5	1,3	.	7,7	2,3	-0,4	0,9	6,1	2,0	0,2			
Oct	1,0	-1,0	-0,5	.	7,3	1,9	-0,4	0,9	6,0	2,8	0,1			
Nov	1,1	-0,8	-0,2	.	6,6	1,8	0,4	1,0	6,1	2,8	0,1			
Dic	1,2	-0,6	0,0	.	6,4	2,1	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3			

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
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,7	88,3	105,7	86,9
2016	94,4	89,5	90,8	84,9	80,0	89,5	109,7	89,2
2017	96,6	91,4	92,0	-	-	-	112,0	90,5
2017 I TR	93,8	89,1	89,6	83,4	79,5	88,3	108,6	88,1
II TR	95,3	90,3	91,0	84,7	79,1	89,3	110,1	89,0
III TR	98,6	93,2	93,8	87,7	81,3	92,1	114,5	92,3
IV TR	98,6	93,1	93,5	-	-	-	115,0	92,5
2017 Sep	99,0	93,6	94,0	-	-	-	115,0	92,7
Oct	98,6	93,1	93,6	-	-	-	114,8	92,4
Nov	98,5	93,0	93,4	-	-	-	115,0	92,5
Dic	98,8	93,3	93,6	-	-	-	115,3	92,6
2018 Ene	99,4	93,9	93,9	-	-	-	116,1	93,2
Feb	99,6	93,9	93,9	-	-	-	117,3	94,1
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2018 Feb	0,2	0,1	0,0	-	-	-	1,0	0,9
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2018 Feb	6,6	5,7	5,1	-	-	-	8,5	7,2

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
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
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
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
IV TR	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2017 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
Dic	7,807	7,539	25,645	7,443	313,163	133,638	4,203	0,883	4,6348	9,937	1,169	1,184
2018 Ene	7,840	7,436	25,452	7,445	309,269	135,255	4,163	0,883	4,6491	9,820	1,172	1,220
Feb	7,807	7,440	25,320	7,446	311,735	133,293	4,165	0,884	4,6559	9,938	1,154	1,235
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2018 Feb	-0,4	0,1	-0,5	0,0	0,8	-1,5	0,1	0,1	0,1	1,2	-1,5	1,2
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2018 Feb	6,7	-0,1	-6,3	0,1	1,0	10,9	-3,3	3,7	3,2	4,9	8,3	16,0

Fuente: BCE.

## 2 Evolución financiera

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

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

	Total <sup>1)</sup>			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		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2016 IV TR	23.995,3	24.798,1	-802,8	10.690,9	8.633,5	7.864,0	10.583,9	-56,3	4.789,0	5.580,6	707,6	13.795,5
2017 I TR	25.224,7	25.780,6	-555,9	11.113,0	8.955,8	8.256,5	10.868,6	-61,5	5.190,3	5.956,2	726,6	14.252,2
II TR	24.681,2	25.242,2	-560,9	10.845,7	8.841,2	8.198,2	10.636,9	-46,7	5.001,4	5.764,1	682,7	13.826,2
III TR	24.507,7	25.014,4	-506,8	10.552,7	8.562,7	8.354,3	10.665,4	-58,8	4.984,6	5.786,3	674,8	13.700,9
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2017 III TR	221,5	226,1	-4,6	95,4	77,4	75,5	96,4	-0,5	45,1	52,3	6,1	123,8
Transacciones												
2017 I TR	655,0	585,6	69,4	204,8	206,7	174,8	75,5	23,2	254,6	303,4	-2,3	-
II TR	195,6	133,2	62,4	27,2	18,4	171,4	145,4	-2,3	0,9	-30,6	-1,6	-
III TR	91,2	-71,1	162,2	-139,9	-155,8	190,9	42,5	-10,7	50,2	42,2	0,5	-
IV TR	38,0	-80,5	118,5	-2,8	19,5	85,2	-26,1	-1,1	-45,3	-73,9	2,0	-
2017 Jul	-2,1	-58,8	56,7	-163,0	-168,4	68,4	39,7	-2,7	100,4	69,9	-5,2	-
Ago	61,8	24,3	37,5	9,6	17,2	73,9	-16,1	-5,1	-15,9	23,2	-0,7	-
Sep	31,4	-36,6	68,0	13,5	-4,5	48,7	18,9	-2,9	-34,2	-50,9	6,4	-
Oct	183,2	145,9	37,3	33,2	4,9	22,9	-23,8	-0,2	130,0	164,7	-2,7	-
Nov	58,5	22,9	35,6	-0,4	16,8	50,9	18,1	0,5	1,1	-12,0	6,3	-
Dic	-203,6	-249,2	45,6	-35,6	-2,1	11,5	-20,5	-1,4	-176,4	-226,6	-1,6	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2017 Dic	979,8	567,3	412,6	89,4	88,8	622,3	237,4	9,0	260,4	241,1	-1,3	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2017 Dic	8,8	5,1	3,7	0,8	0,8	5,6	2,1	0,1	2,3	2,2	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>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2015	10.515,6	10.030,7	5.753,8	2.169,4	2.078,3	1.016,3	638,3	418,0	29,3	484,9	4.847,0	4.362,1
2016	10.789,7	10.312,7	5.891,5	2.220,1	2.190,4	1.052,1	674,9	457,8	10,7	477,0	4.937,2	4.460,2
2017	11.165,5	10.674,8	6.073,2	2.272,4	2.298,0	1.112,1	712,7	467,8	31,2	490,6	5.276,5	4.785,9
2017 I TR	2.748,2	2.632,1	1.504,4	562,3	560,7	273,2	172,2	113,9	4,8	116,2	1.296,8	1.180,6
II TR	2.781,3	2.662,8	1.515,3	565,9	572,1	275,9	175,2	119,7	9,4	118,5	1.308,9	1.190,3
III TR	2.809,6	2.677,0	1.522,2	570,1	572,8	279,8	179,6	111,9	12,0	132,6	1.325,4	1.192,9
IV TR	2.834,0	2.693,5	1.531,8	574,0	580,5	283,9	182,1	113,0	7,2	140,6	1.357,0	1.216,5
en porcentaje del PIB												
2017	100,0	95,6	54,4	20,4	20,6	10,0	6,4	4,2	0,3	4,4	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2017 I TR	0,6	0,1	0,5	0,2	0,2	1,4	0,7	-3,5	-	-	1,3	0,2
II TR	0,7	1,0	0,5	0,4	1,7	0,5	1,6	4,9	-	-	1,2	1,8
III TR	0,7	0,2	0,3	0,4	-0,2	0,9	2,4	-6,7	-	-	1,6	0,6
IV TR	0,6	0,2	0,2	0,3	0,9	0,7	1,3	0,6	-	-	1,9	1,1
tasas de variación interanual												
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,4	7,2	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,4	2,0	1,8	4,6	2,5	5,5	8,4	-	-	3,4	4,8
2017	2,3	2,0	1,6	1,2	3,5	3,3	5,2	1,4	-	-	4,9	4,4
2017 I TR	2,1	1,9	1,6	1,0	4,1	3,3	3,6	7,0	-	-	4,7	4,7
II TR	2,4	2,3	1,9	1,1	3,4	4,0	4,3	1,1	-	-	4,5	4,5
III TR	2,7	2,0	1,9	1,3	2,4	3,3	5,8	-4,3	-	-	5,8	4,4
IV TR	2,7	1,5	1,5	1,4	2,5	3,6	6,2	-5,0	-	-	6,1	3,7
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2017 I TR	0,6	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,5	-	-
II TR	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,0	0,1	0,2	0,2	-0,2	-	-
III TR	0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,2	-0,3	0,0	0,5	-	-
IV TR	0,6	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,4	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
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	-	-
2017	2,3	1,9	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,4	-	-
2017 I TR	2,1	1,8	0,9	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-	-
II TR	2,4	2,2	1,0	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	0,3	0,2	-	-
III TR	2,7	1,9	1,0	0,3	0,5	0,3	0,4	-0,2	0,1	0,8	-	-
IV TR	2,7	1,4	0,8	0,3	0,5	0,3	0,4	-0,2	-0,2	1,3	-	-

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
Precios corrientes (mm de euros)												
2015	9.443,4	153,9	1.900,3	468,6	1.782,2	433,1	464,0	1.073,1	1.026,1	1.811,6	330,4	1.072,2
2016	9.680,3	151,6	1.936,9	489,1	1.830,9	451,3	454,0	1.100,6	1.071,0	1.857,5	337,5	1.109,4
2017	10.010,5	164,4	2.001,8	513,5	1.906,9	467,5	451,8	1.132,1	1.121,5	1.905,6	345,3	1.155,0
2017 I TR	2.464,5	40,5	490,8	125,8	469,1	115,1	112,7	279,7	275,0	470,6	85,2	283,7
II TR	2.493,8	40,8	498,2	127,9	476,1	116,7	112,7	282,0	278,9	474,5	86,0	287,5
III TR	2.519,6	41,3	504,6	129,5	479,6	117,8	113,6	284,6	283,0	478,8	86,9	290,1
IV TR	2.540,6	41,9	510,9	131,5	483,5	118,6	112,9	286,0	285,9	482,1	87,4	293,4
en porcentaje del valor añadido												
2017	100,0	1,6	20,0	5,1	19,0	4,7	4,5	11,3	11,2	19,0	3,4	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2017 I TR	0,7	1,6	0,0	1,3	1,3	1,2	-0,1	0,5	1,5	0,2	0,1	0,4
II TR	0,7	0,0	1,1	0,9	0,7	0,9	0,6	0,2	1,0	0,5	0,4	0,9
III TR	0,7	0,2	1,5	0,4	0,4	1,3	0,1	0,5	0,8	0,5	0,7	0,3
IV TR	0,6	0,3	1,2	1,1	0,6	0,7	0,2	0,3	0,8	0,3	0,2	0,4
tasas de variación interanual												
2015	1,9	3,1	3,9	0,4	1,8	3,3	-0,3	0,7	2,9	0,9	1,1	3,3
2016	1,7	-1,2	1,9	1,7	2,0	2,9	0,2	1,0	2,8	1,3	1,2	2,8
2017	2,3	1,0	2,8	2,6	2,9	4,4	0,1	1,4	3,5	1,3	1,0	2,6
2017 I TR	2,0	0,5	1,8	2,4	2,8	4,9	-0,5	1,2	3,5	1,1	0,8	2,6
II TR	2,4	0,4	3,0	3,1	3,3	5,1	0,1	1,2	3,1	1,3	0,8	3,0
III TR	2,7	0,9	3,9	3,0	3,3	4,5	0,3	1,6	4,0	1,5	1,3	2,6
IV TR	2,7	2,1	3,8	3,7	3,1	4,2	0,9	1,6	4,0	1,4	1,4	2,0
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2017 I TR	0,7	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	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	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
IV TR	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
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	0,2	0,0	-
2017	2,3	0,0	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	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	0,2	0,0	-
II TR	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
III TR	2,7	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
IV TR	2,7	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### 3 Actividad económica

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	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
Personas ocupadas													
<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	1,3	2,2	2,0	3,1	-0,9	2,0	3,2	3,2	1,1	2,0
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	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
Horas trabajadas por persona ocupada													
<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				
		1	2		Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	% total puestos de trabajo		
% del total en 2016		100,0		81,7		18,3		52,2		47,8				14	
2015	160,600	4,6	17,472	10,9	5,6	14,305	9,8	3,167	22,3	9,263	10,7	8,208	11,1	1,5	
2016	161,877	4,3	16,252	10,0	5,0	13,290	9,0	2,962	20,9	8,483	9,7	7,770	10,4	1,7	
2017	.	.	14,773	9,1	.	12,096	8,1	2,677	18,8	7,648	8,7	7,125	9,5	1,9	
2017 I TR	161,635	4,3	15,384	9,5	4,8	12,611	8,5	2,773	19,6	7,960	9,1	7,424	9,9	1,9	
II TR	162,214	4,2	14,862	9,1	4,5	12,159	8,2	2,703	19,1	7,688	8,8	7,174	9,6	1,9	
III TR	163,330	4,0	14,602	9,0	4,2	11,957	8,0	2,645	18,6	7,574	8,6	7,028	9,3	1,9	
IV TR	.	.	14,243	8,7	.	11,657	7,8	2,585	18,1	7,368	8,4	6,875	9,1	2,0	
2017 Ago	-	-	14,607	9,0	-	11,961	8,0	2,646	18,5	7,590	8,7	7,017	9,3	-	
Sep	-	-	14,487	8,9	-	11,846	8,0	2,641	18,5	7,502	8,5	6,985	9,3	-	
Oct	-	-	14,364	8,8	-	11,743	7,9	2,621	18,3	7,431	8,5	6,933	9,2	-	
Nov	-	-	14,243	8,7	-	11,662	7,8	2,581	18,1	7,362	8,4	6,881	9,1	-	
Dic	-	-	14,121	8,6	-	11,567	7,8	2,554	17,9	7,311	8,3	6,810	9,0	-	
2018 Ene	-	-	14,111	8,6	-	11,577	7,8	2,535	17,7	7,312	8,3	6,799	9,0	-	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Sin desestacionalizar.

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

#### 3.5 Indicadores económicos a corto plazo

% del total en 2010 <sup>1)</sup>	Producción industrial						Producción de la construcción	Índicador 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							
	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13
	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0					
tasas de variación interanual																			
2015	2,1	2,4	1,0	3,6	2,6	0,8	-0,9	3,6	3,0	1,7	4,0	2,4	8,8						
2016	1,5	1,6	1,9	1,7	1,2	0,2	2,2	0,3	1,6	1,0	2,2	1,4	7,2						
2017	3,0	3,2	4,1	3,6	1,6	0,8	2,6	7,7	2,4	1,5	3,3	1,0	5,6						
2017 I TR	1,3	1,2	2,2	1,3	-0,5	1,9	1,9	5,5	2,1	1,3	2,7	1,9	4,8						
II TR	2,7	2,8	3,8	2,4	1,7	1,6	3,6	6,7	2,7	2,4	3,3	1,6	6,0						
III TR	3,7	4,0	4,9	4,7	2,0	0,6	3,0	9,1	2,6	1,4	4,1	0,4	5,5						
IV TR	4,2	5,0	5,5	5,9	3,1	-1,0	1,9	9,6	2,0	0,9	3,0	0,1	6,3						
2017 Ago	3,9	4,3	5,3	5,1	2,6	0,7	2,1	9,0	1,8	0,9	3,3	-0,3	6,9						
Sep	3,4	3,9	4,6	4,5	2,3	-1,0	3,6	10,7	3,9	2,3	5,7	0,5	5,3						
Oct	3,9	4,6	5,3	3,5	5,3	-2,0	2,3	8,8	0,3	-0,3	0,5	-0,2	5,9						
Nov	3,7	4,5	4,7	6,7	0,4	-1,9	2,9	10,6	3,7	1,8	5,6	0,4	8,7						
Dic	5,2	5,9	6,6	7,6	3,6	0,6	0,5	9,3	2,1	1,2	3,0	0,1	4,4						
2018 Ene	.	.	.	.	.	.	.	2,3	0,8	3,8	0,2	6,4							
tasas de variación intermensual (d.)																			
2017 Ago	1,5	1,7	1,2	3,4	0,3	0,8	-0,1	3,0	-0,2	-0,2	0,1	-0,9	2,9						
Sep	-0,5	-0,5	-0,4	-1,6	0,2	-1,0	0,3	1,1	1,0	1,2	0,8	-0,1	1,5						
Oct	0,4	0,3	0,3	-0,2	0,2	0,1	-0,4	0,3	-1,1	-1,5	-1,3	-0,4	-3,1						
Nov	1,3	1,5	1,1	3,5	0,2	0,8	0,2	1,7	2,0	1,2	2,8	0,8	5,2						
Dic	0,4	0,2	1,4	-1,1	0,9	1,3	0,1	2,0	-1,0	-0,4	-1,4	-0,5	0,4						
2018 Ene	.	.	.	.	.	.	.	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,1							

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

1) En el caso de las ventas del comercio al por menor, los datos se refieren a 2015.

### 3 Actividad económica

#### 3.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)								Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufac-turas	Producción manufac-turera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de produc-ción	
	Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-14	99,6	-6,0	80,7	-12,7	-14,5	-8,3	6,8	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,6	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,3	-2,6	81,9	-7,7	-16,5	1,5	11,1	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,7	4,5	83,3	-2,5	-4,0	3,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 I TR	107,5	1,1	82,6	-5,5	-10,7	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
II TR	109,5	3,3	82,9	-2,8	-4,9	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
III TR	111,5	5,4	83,5	-1,5	-2,1	2,9	14,9	89,9	57,4	58,0	55,3	56,0
IV TR	114,3	8,3	84,1	-0,2	1,8	5,3	16,9	89,9	59,7	60,7	56,0	57,2
2017 Sep	112,5	6,7	-	-1,2	-1,5	3,0	15,4	-	58,1	59,2	55,8	56,7
Oct	113,5	8,0	83,8	-1,1	0,5	5,5	16,2	89,6	58,5	58,8	55,0	56,0
Nov	114,0	8,1	-	0,0	1,7	4,3	16,4	-	60,1	61,0	56,2	57,5
Dic	115,3	8,8	-	0,5	3,1	6,0	18,0	-	60,6	62,2	56,6	58,1
2018 Ene	114,9	9,0	84,4	1,4	4,7	5,2	16,8	90,2	59,6	61,1	58,0	58,8
Feb	114,1	8,0	-	0,1	4,2	4,3	17,5	-	58,6	59,6	56,2	57,1

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

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

Tasa de ahorro (bruta) <sup>1)</sup>	Hogares							Sociedades no financieras					
	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patri-monio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmo-biliaria	Participa-ción en los beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Finan-ciación	
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada)	Tasas de variación interanual						Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	12,7	94,3	1,0	1,9	1,3	2,7	0,9	32,1	4,6	131,8	2,7	7,2	1,6
2015	12,4	93,6	1,6	1,9	1,4	3,3	2,6	32,6	6,0	133,9	4,2	4,8	2,2
2016	12,1	93,3	1,8	1,8	5,9	4,3	4,5	33,2	8,0	133,9	3,9	6,0	1,9
2016 IV TR	12,1	93,3	1,4	1,8	6,5	4,3	4,5	33,2	8,0	133,9	3,9	5,5	1,9
2017 I TR	12,1	93,0	1,6	1,8	10,2	4,6	4,6	33,4	7,6	133,6	4,4	9,5	2,2
II TR	12,1	93,1	1,3	2,0	5,4	4,9	4,8	33,1	6,9	132,8	4,1	10,0	2,2
III TR	12,0	93,0	1,6	2,1	6,2	5,0	5,4	33,3	7,0	131,4	4,2	4,1	2,3

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	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017 I TR	959,3	868,2	91,1	558,6	479,3	206,1	188,4	167,6	143,9	27,0	56,6	7,4	17,7
II TR	965,0	884,1	80,9	559,9	477,3	207,8	190,4	170,8	146,1	26,4	70,3	7,0	17,2
III TR	991,0	866,9	124,2	575,7	477,1	210,8	184,6	177,9	139,2	26,7	65,9	6,5	8,4
IV TR	982,7	887,5	95,2	582,8	495,1	211,5	191,9	161,4	135,6	26,9	64,8	11,6	7,7
2017 Jul	326,1	288,1	38,0	188,0	159,0	69,8	61,5	59,4	44,9	8,9	22,7	2,5	2,7
Ago	333,0	289,5	43,5	191,6	159,5	70,2	61,2	62,1	48,3	9,1	20,6	1,9	2,6
Sep	331,9	289,3	42,7	196,0	158,7	70,8	61,9	56,4	46,1	8,7	22,6	2,1	3,1
Oct.	317,4	287,0	30,3	187,7	161,4	69,2	62,3	52,1	42,5	8,3	20,8	3,0	1,6
Nov	329,4	294,5	35,0	195,5	165,0	70,0	64,6	55,3	42,7	8,7	22,1	2,8	1,8
Dic	335,9	306,0	29,9	199,7	168,7	72,3	65,0	54,1	50,4	9,8	21,8	5,9	4,4
transacciones acumuladas de 12 meses													
2017 Dic	3.898,0	3.506,6	391,4	2.277,0	1.928,9	836,2	755,3	677,7	564,9	107,0	257,6	32,6	51,0
2017 Dic	34,9	31,4	3,5	20,4	17,3	7,5	6,8	6,1	5,1	1,0	2,3	0,3	0,5

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

Exporta- ciones	Importa- ciones	Exportaciones (FOB)						Pro memoria: Manu- facturas	Importaciones (CIF)					
		Total			Bienes intermedios				Total			Pro memoria		
		1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)														
2017 I TR	11,0	13,9	539,5	258,7	110,1	161,2	449,2	486,0	279,1	78,5	120,4	344,4	59,8	
II TR	5,4	9,9	544,7	257,0	112,6	162,7	455,6	486,7	275,3	80,6	123,3	353,1	52,2	
III TR	6,0	7,8	547,0	256,8	114,1	164,3	459,5	484,8	272,7	80,3	122,8	354,2	48,3	
IV TR	6,2	7,2	562,9	.	.	.	471,6	498,0	.	.	.	357,3	.	
2017 Jul	5,9	9,1	178,7	83,9	36,8	53,8	149,7	161,2	90,5	26,5	40,9	117,6	15,8	
Ago	6,9	9,0	183,3	86,1	38,1	55,5	154,2	162,4	91,4	27,0	41,1	119,4	16,0	
Sep	5,2	5,5	185,1	86,9	39,2	55,0	155,6	161,2	90,8	26,8	40,8	117,2	16,5	
Oct.	9,1	10,4	181,6	86,6	36,5	54,1	152,0	162,4	92,2	26,5	41,3	118,7	17,6	
Nov	8,5	8,6	189,0	90,2	38,6	56,4	158,2	167,0	94,8	26,9	42,2	119,6	19,5	
Dic	1,0	2,5	192,3	.	.	.	161,4	168,5	.	.	.	119,0	.	
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)														
2017 I TR	6,5	3,2	121,0	121,4	118,8	124,4	120,5	110,3	111,3	108,3	110,2	112,3	109,4	
II TR	1,6	2,2	122,5	121,3	121,7	125,5	122,1	112,6	112,7	111,9	114,1	115,8	104,5	
III TR	3,8	3,4	124,1	122,1	124,5	128,1	124,2	114,4	114,1	114,7	114,4	117,7	100,2	
IV TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2017 Jun	1,8	1,8	122,9	120,8	122,1	125,3	122,5	112,5	112,2	109,9	114,8	115,1	106,3	
Jul	3,4	3,8	121,2	119,5	119,5	125,6	120,8	113,6	113,5	111,6	113,8	116,1	101,8	
Ago	4,9	5,1	124,9	122,5	125,5	129,9	125,1	115,5	115,3	117,3	114,7	119,6	100,6	
Sep	3,2	1,4	126,2	124,2	128,5	128,8	126,6	114,1	113,4	115,2	114,8	117,4	98,3	
Oct.	7,2	7,3	123,5	123,1	120,4	126,4	123,4	114,4	114,4	113,7	115,5	118,8	102,5	
Nov	7,0	3,7	128,1	127,2	125,7	132,9	128,2	114,9	114,1	113,1	117,1	118,0	104,8	

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)

Índice: 2015 = 100	Total			Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>								Pro memoria: Precios administrados	
	Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios administrados		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2017	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
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	0,5	1,6	1,3
III TR	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,4	0,2	-0,9	0,3	1,5	1,1
IV TR	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,4	0,5	1,1	0,1	2,6	0,0	1,5	1,2
2017 Sep	102,1	1,5	1,1	1,6	1,5	0,1	0,1	0,1	0,0	1,0	0,1	1,6	1,0
Oct	102,2	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,1	0,8	0,0	0,7	-0,1	1,4	1,1
Nov	102,3	1,5	0,9	1,8	1,2	0,2	0,2	0,0	0,1	1,5	0,1	1,6	1,2
Dic	102,7	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	1,4	1,2
2018 Ene	101,8	1,3	1,0	1,4	1,2	0,3	0,3	0,1	0,1	1,8	0,1	1,2	1,8
Feb <sup>3)</sup>	102,0	1,2	1,0	-	1,3	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,3	0,2	-	-
	Bienes						Servicios						
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	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
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
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1		0,7
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
IV TR	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0		0,4
2017 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	2,2	2,1	2,4	1,6	0,4	4,7	1,3	1,2	1,7	-1,6	2,0		0,4
Dic	2,1	2,2	1,9	1,2	0,5	2,9	1,2	1,2	1,9	-1,7	1,9		0,4
2018 Ene	1,9	2,5	1,1	1,0	0,6	2,2	1,3	1,2	1,5	-1,0	1,6		1,2
Feb <sup>3)</sup>	1,1	2,4	-0,9	-	0,7	2,1	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

3) Estimación basada en datos nacionales provisionales, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

## 4 Precios y costes

### 4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles (tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción <sup>1)</sup>										Cons-trucción	Precios de los inmuebles residen-ciales <sup>2)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>2)</sup>			
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía							
		Industria manufac-turera	Total	Bienes intermedios		Bienes de equipo	Bienes de consumo									
				Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Total	Alimen-tación, bebidas y tabaco	No ali-men-tación							
% del total en 2010	100,0	100,0	77,2	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9	11	12	13			
2015	100,0	-2,8	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,6	0,4	1,6	3,2			
2016	97,7	-2,3	-1,5	-0,6	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-7,1	0,6	3,2	5,3			
2017	100,7	3,1	3,1	2,2	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,9	.	.	.			
2017 I TR	100,7	4,2	4,1	2,0	3,1	0,8	1,7	2,5	0,1	10,7	2,0	3,8	3,5			
II TR	100,2	3,4	3,1	2,4	3,5	0,9	2,3	3,4	0,2	6,2	2,0	3,9	5,2			
III TR	100,4	2,4	2,7	2,2	3,0	1,0	2,2	3,1	0,3	3,2	2,1	4,3	5,4			
IV TR	101,6	2,5	2,6	2,1	3,3	0,9	1,6	2,0	0,3	3,6	.	.	.			
2017 Ago	100,4	2,6	2,7	2,2	3,0	1,0	2,2	3,2	0,3	3,4	-	-	-			
Sep	100,8	2,9	3,0	2,3	3,2	1,0	2,2	3,0	0,3	4,4	-	-	-			
Oct	101,2	2,5	2,6	2,3	3,5	0,9	1,8	2,4	0,2	3,1	-	-	-			
Nov	101,8	2,8	3,0	2,1	3,2	1,0	1,6	2,1	0,3	5,1	-	-	-			
Dic	101,9	2,2	2,2	1,9	3,0	0,9	1,4	1,7	0,4	2,7	-	-	-			
2018 Ene	102,3	1,5	2,0	1,9	2,8	1,1	1,2	1,3	0,6	0,5	-	-	-			

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 deflactores del PIB (tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflactores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)									
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exporta-ciones <sup>1)</sup>	Importa-ciones <sup>1)</sup>		Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>						
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali-men-tación	No ali-men-tación	Total	Ali-men-tación	No ali-men-tación				
										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6				
% del total																			
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,3	-2,0	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7				
2016	106,8	0,8	0,4	0,4	0,6	0,8	-1,5	-2,5	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9				
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,1	1,4	1,9	2,8	48,1	5,9	-3,3	16,3	5,5	-3,1	17,2				
2017 I TR	107,4	0,8	1,5	1,6	1,0	1,3	2,5	4,5	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4				
II TR	107,9	1,2	1,5	1,4	1,1	1,4	2,4	3,2	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9				
III TR	108,3	1,3	1,6	1,3	1,2	1,5	1,5	2,0	44,0	1,7	-7,4	11,9	2,4	-5,7	13,0				
IV TR	108,6	1,2	1,5	1,3	1,2	1,5	1,2	1,7	52,2	-2,4	-8,9	4,4	0,1	-4,7	5,9				
2017 Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	46,3	3,1	-7,2	14,7	4,1	-4,8	15,8				
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	2,6	-6,1	12,0	5,2	-1,2	13,2				
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-2,6	-8,3	3,2	0,3	-3,5	4,8				
Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	54,2	-6,6	-12,2	-1,2	-4,7	-9,2	0,4				
2018 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-7,9	-15,3	-0,5	-6,3	-12,7	1,2				
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	53,0	-	-	-	-	-	-				

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

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

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

## 4 Precios y costes

### 4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios (datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)					Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-14	4,4	-	-	-3,0	33,5	57,2	56,5	-	49,8
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,3	1,7	4,4	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,1	5,5	6,9	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 I TR	9,0	5,4	6,4	-3,5	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4
II TR	7,9	4,2	5,9	2,0	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
III TR	8,7	4,8	6,8	3,5	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4
IV TR	10,9	7,6	8,4	8,3	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2017 Sep	10,5	6,1	8,0	4,5	11,4	64,0	56,3	55,2	51,8
Oct	8,7	8,4	8,6	8,1	13,0	66,4	56,7	55,8	52,1
Nov	11,1	7,5	8,2	8,2	14,7	69,4	56,9	56,8	52,1
Dic	13,0	6,8	8,3	8,6	13,6	67,9	57,1	56,3	52,0
2018 Ene	12,4	7,5	9,8	10,8	17,3	70,7	58,4	58,1	53,6
Feb	12,6	7,0	9,5	10,1	18,3	68,7	56,9	58,4	52,9

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

### 4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: índicador de salarios negociados <sup>1)</sup>	
			1	2	Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	6	
					3	4		
% del total en 2012	100,0		100,0		74,6	25,4	69,3	30,7
2015	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,4	1,5	1,4
2017	.	.	.	.	.	.	.	1,5
2017 I TR	100,5	1,4	1,3	1,6	1,3	1,3	1,7	1,6
II TR	111,2	1,8	2,1	0,8	1,9	1,9	1,4	1,5
III TR	104,2	1,6	1,7	1,6	2,0	2,0	0,9	1,5
IV TR	.	.	.	.	.	.	.	1,6

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 finan- cieras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesional- es, adminis- trativas y servicios auxiliares	Administración pública, educa- ción, acti- vidades sanitarias y de servicios sociales	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Costes laborales unitarios												
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	-3,4	-1,8	0,5	1,0	0,9	0,7	2,1	1,6	1,3	1,4
2016	105,6	0,8	2,2	0,0	-0,5	1,1	0,1	2,0	4,3	0,8	1,2	1,3
2016 IV TR	106,0	0,8	3,8	-0,5	-0,4	1,0	-0,6	2,4	4,9	1,0	1,2	1,4
2017 I TR	106,3	0,9	0,8	0,4	0,0	0,4	-1,0	1,8	4,2	1,8	1,6	1,8
II TR	106,3	0,8	0,7	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	5,9	2,4	1,7	2,3
III TR	106,5	0,7	-0,1	-1,0	-0,2	0,5	1,1	0,0	4,0	2,0	1,3	1,9
Remuneración por asalariado												
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	1,5	2,8	0,7	1,4	1,6	1,2	1,9
2016	109,5	1,2	1,5	1,3	1,4	1,4	0,6	2,2	3,4	0,8	1,2	1,5
2016 IV TR	110,2	1,4	1,5	1,4	0,9	1,6	0,6	2,2	3,4	0,9	1,5	1,9
2017 I TR	110,6	1,4	0,2	1,4	0,9	1,4	0,6	1,8	3,5	2,1	1,6	1,5
II TR	111,0	1,6	0,6	1,5	1,4	1,4	1,6	1,6	5,1	2,2	1,8	1,4
III TR	111,5	1,6	1,0	1,5	0,6	1,8	2,4	1,2	3,5	2,8	1,7	1,2
Productividad del trabajo por persona ocupada												
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	1,0	4,4	3,7	0,4	0,5	1,9	0,0	-0,7	0,1	-0,1	0,5
2016	103,7	0,5	-0,8	1,3	1,9	0,3	0,6	0,2	-0,9	0,0	0,0	0,1
2016 IV TR	103,9	0,6	-2,2	2,0	1,3	0,5	1,2	-0,3	-1,4	-0,1	0,2	0,5
2017 I TR	104,1	0,5	-0,5	0,9	0,9	1,1	1,7	-0,1	-0,6	0,3	-0,1	-0,3
II TR	104,4	0,8	-0,2	1,9	1,6	1,5	1,6	0,9	-0,8	-0,1	0,1	-0,9
III TR	104,7	1,0	1,1	2,6	0,7	1,3	1,3	1,2	-0,5	0,7	0,4	-0,7
Remuneración por hora trabajada												
2014	108,5	1,3	1,1	1,7	1,1	1,4	2,0	2,0	1,7	1,3	0,8	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	0,9	1,2	1,4	1,4	1,0	1,7	3,5	0,7	1,5	1,6
2016 IV TR	112,2	1,6	2,2	1,3	1,2	1,8	1,1	2,2	4,3	1,0	1,8	2,3
2017 I TR	112,4	1,5	0,7	1,2	0,6	1,6	0,8	1,5	3,5	2,0	1,9	1,5
II TR	112,8	1,6	1,8	1,1	1,1	1,6	1,9	2,3	5,5	2,3	2,0	1,2
III TR	113,2	1,4	0,1	1,0	0,0	1,6	2,6	1,0	3,6	2,7	1,8	0,5
Productividad del trabajo por hora												
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	3,3	-0,2	0,9	0,9	-0,1	-1,0	0,0	0,0	0,2
2016	105,8	0,6	-0,8	1,2	1,7	0,4	1,0	-0,4	-1,1	0,0	0,3	0,3
2016 IV TR	106,2	0,9	-1,1	1,8	1,7	0,9	1,8	-0,4	-1,3	0,1	0,6	0,9
2017 I TR	106,2	0,7	1,0	0,8	0,8	1,5	2,0	-0,3	-1,1	0,6	0,2	-0,3
II TR	106,5	0,9	0,9	1,6	1,4	1,5	1,9	1,5	-0,7	0,3	0,3	-0,9
III TR	106,8	0,9	1,1	2,1	0,6	1,2	1,9	1,0	-0,4	0,8	0,5	-1,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 5 Dinero y crédito

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años	7	8	9
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
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	6.084,2	7.159,3	1.328,6	2.221,2	3.549,9	10.709,1	70,4	523,2	95,7	689,2	11.398,3
2017	1.112,0	6.636,5	7.748,5	1.193,1	2.261,2	3.454,3	11.202,8	75,8	509,4	75,8	660,9	11.863,8
2017 I TR	1.087,2	6.248,3	7.335,4	1.304,7	2.225,7	3.530,4	10.865,8	74,4	531,6	100,2	706,2	11.572,0
II TR	1.094,9	6.383,7	7.478,6	1.258,1	2.237,4	3.495,6	10.974,2	68,2	513,7	80,1	662,1	11.636,3
III TR	1.103,9	6.532,5	7.636,4	1.222,3	2.251,4	3.473,7	11.110,0	66,6	530,6	80,1	677,4	11.787,4
IV TR	1.112,0	6.636,5	7.748,5	1.193,1	2.261,2	3.454,3	11.202,8	75,8	509,4	75,8	660,9	11.863,8
2017 Ago	1.099,5	6.486,7	7.586,2	1.238,7	2.248,0	3.486,7	11.072,8	70,5	521,0	76,8	668,3	11.741,1
Sep	1.103,9	6.532,5	7.636,4	1.222,3	2.251,4	3.473,7	11.110,0	66,6	530,6	80,1	677,4	11.787,4
Oct	1.110,0	6.549,2	7.659,2	1.216,5	2.258,6	3.475,1	11.134,3	68,9	528,1	68,4	665,4	11.799,8
Nov	1.110,2	6.614,7	7.724,8	1.200,4	2.258,9	3.459,3	11.184,2	78,4	518,8	77,4	674,6	11.858,8
Dic	1.112,0	6.636,5	7.748,5	1.193,1	2.261,2	3.454,3	11.202,8	75,8	509,4	75,8	660,9	11.863,8
2018 Ene <sup>(p)</sup>	1.114,5	6.683,1	7.797,6	1.199,4	2.263,7	3.463,2	11.260,8	72,3	513,3	58,7	644,3	11.905,1
	Operaciones											
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	541,9	579,5	-105,8	16,0	-89,7	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,8	539,6
2017	37,1	586,7	623,8	-112,2	36,3	-75,9	547,9	6,8	-13,7	-22,8	-29,6	518,3
2017 I TR	12,1	166,9	178,9	-21,6	4,4	-17,2	161,7	4,1	8,5	4,0	16,5	178,2
II TR	7,8	154,9	162,7	-36,8	11,3	-25,5	137,2	-5,6	-17,5	-20,8	-44,0	93,2
III TR	9,1	157,6	166,7	-32,7	10,8	-21,9	144,8	-1,1	16,8	2,7	18,4	163,2
IV TR	8,2	107,3	115,5	-21,1	9,8	-11,3	104,2	9,5	-21,4	-8,6	-20,6	83,6
2017 Ago	4,6	62,6	67,2	-6,1	5,0	-1,1	66,1	4,5	2,8	-2,0	5,3	71,4
Sep	4,4	45,0	49,4	-16,5	3,4	-13,1	36,3	-3,9	9,7	5,5	11,3	47,6
Oct	6,2	13,6	19,8	-6,9	7,2	0,3	20,1	2,2	-2,6	-11,8	-12,2	7,8
Nov	0,1	69,3	69,4	-8,0	0,4	-7,6	61,9	9,8	-9,4	5,0	5,5	67,3
Dic	1,9	24,3	26,2	-6,2	2,3	-4,0	22,2	-2,5	-9,5	-1,8	-13,8	8,4
2018 Ene <sup>(p)</sup>	2,4	53,7	56,1	8,9	4,2	13,0	69,2	-3,1	3,9	-16,0	-15,2	53,9
	Tasas de crecimiento											
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
2017	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2017 I TR	3,7	9,9	9,0	-7,6	0,7	-2,6	5,0	-14,5	12,9	3,9	7,9	5,1
II TR	3,8	10,6	9,6	-9,4	1,0	-3,1	5,2	-18,6	5,0	-16,4	-1,0	4,8
III TR	3,5	11,0	9,9	-10,5	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
IV TR	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2017 Ago	3,5	10,7	9,6	-9,2	1,2	-2,8	5,4	-11,3	6,2	-24,9	-0,6	5,0
Sep	3,5	11,0	9,9	-10,5	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
Oct	3,5	10,5	9,5	-9,8	1,7	-2,7	5,4	-6,1	3,5	-24,4	-1,2	5,0
Nov	3,3	10,2	9,2	-9,4	1,7	-2,5	5,3	10,0	1,4	-23,2	-1,2	4,9
Dic	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2018 Ene <sup>(p)</sup>	3,1	9,9	8,9	-7,9	1,7	-1,9	5,3	-4,7	-1,2	-37,8	-6,6	4,6

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
Saldos vivos													
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	2.082,3	1.617,4	296,2	160,3	8,4	6.051,6	3.401,2	643,8	2.004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2.243,2	1.786,8	287,1	159,8	9,5	6.302,0	3.699,1	560,2	2.042,0	0,6	1.011,1	200,4	409,9
2017 I TR	2.160,4	1.694,9	301,4	157,6	6,5	6.136,0	3.498,1	620,5	2.014,8	2,6	972,9	191,5	392,2
II TR	2.189,9	1.732,0	293,5	158,0	6,4	6.187,6	3.560,6	599,2	2.025,5	2,3	970,3	196,5	403,1
III TR	2.219,8	1.770,4	285,9	158,3	5,3	6.255,7	3.635,2	582,0	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
IV TR	2.243,2	1.786,8	287,1	159,8	9,5	6.302,0	3.699,1	560,2	2.042,0	0,6	1.011,1	200,4	409,9
2017 Ago	2.207,1	1.756,5	286,8	158,2	5,7	6.231,9	3.607,2	588,4	2.034,3	2,0	988,4	199,3	417,0
Sep	2.219,8	1.770,4	285,9	158,3	5,3	6.255,7	3.635,2	582,0	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
Oct	2.231,4	1.786,0	280,5	159,3	5,5	6.293,9	3.675,1	574,4	2.042,2	2,2	946,0	202,7	419,3
Nov	2.247,7	1.797,9	282,2	159,6	7,9	6.295,3	3.683,7	567,1	2.042,5	2,0	989,3	208,1	412,1
Dic	2.243,2	1.786,8	287,1	159,8	9,5	6.302,0	3.699,1	560,2	2.042,0	0,6	1.011,1	200,4	409,9
2018 Ene <sup>(p)</sup>	2.283,7	1.823,3	291,4	158,5	10,5	6.329,7	3.726,1	554,6	2.047,3	1,7	988,5	202,1	414,7
Operaciones													
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	128,0	151,8	-24,2	0,2	0,2	299,9	333,6	-46,5	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,8	180,3	-2,6	-0,1	1,1	254,0	304,1	-82,2	33,4	-1,3	53,8	4,1	27,0
2017 I TR	81,1	79,0	6,5	-2,6	-1,9	84,6	97,4	-23,6	10,0	0,7	-14,6	-6,4	9,0
II TR	39,1	43,1	-4,8	0,7	0,0	54,8	65,7	-20,4	9,9	-0,3	14,0	5,3	10,7
III TR	35,2	41,8	-5,8	0,3	-1,1	66,4	75,6	-16,8	8,0	-0,3	12,1	4,8	16,2
IV TR	23,5	16,3	1,5	1,5	4,2	48,2	65,4	-21,4	5,5	-1,3	42,3	0,4	-8,9
2017 Ago	14,4	16,3	-2,3	0,8	-0,4	27,1	28,9	-4,7	3,0	0,0	12,2	4,6	7,7
Sep	12,1	13,2	-0,7	0,1	-0,5	23,8	28,0	-6,4	2,2	-0,1	-11,7	1,7	2,1
Oct	9,7	14,3	-5,9	1,0	0,3	37,6	39,4	-7,7	5,6	0,2	-32,8	1,7	0,0
Nov	18,0	13,1	2,1	0,3	2,4	2,3	9,3	-7,1	0,3	-0,2	52,2	5,6	-6,5
Dic	-4,2	-11,1	5,3	0,1	1,5	8,3	16,7	-6,7	-0,4	-1,4	22,9	-6,8	-2,3
2018 Ene <sup>(p)</sup>	44,6	39,5	5,3	-1,3	1,1	30,7	28,0	-5,1	6,8	1,0	-18,4	1,9	4,8
Tasas de crecimiento													
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	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,8	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2017 I TR	7,8	11,5	-5,4	-1,4	-32,6	5,3	11,4	-10,1	1,0	1,6	1,4	-13,0	4,1
II TR	8,1	11,5	-4,3	-1,6	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
III TR	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
IV TR	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,8	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2017 Ago	8,2	11,7	-5,1	-1,3	-32,2	4,5	9,9	-12,4	1,5	-28,8	6,3	-5,9	8,7
Sep	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
Oct	8,4	12,2	-7,1	-1,1	-20,0	4,8	10,1	-12,9	1,8	-21,3	4,2	-1,5	7,3
Nov	8,5	11,9	-5,7	-0,1	-4,9	4,4	9,4	-12,9	1,7	-17,5	6,2	1,1	7,6
Dic	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,8	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2018 Ene <sup>(p)</sup>	8,5	10,8	-0,8	0,2	48,5	4,1	8,6	-12,6	1,7	-37,1	7,6	4,2	5,9

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Dinero y crédito

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

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
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	12.840,2	10.670,8	10.978,6	4.313,6	5.409,8	834,6	112,7	1.385,4	784,0
2017	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,3	10.872,9	11.170,0	4.325,0	5.597,9	841,1	108,8	1.439,9	801,5
2017 I TR	4.434,5	1.071,6	3.348,8	12.968,5	10.752,7	11.046,5	4.332,8	5.456,8	850,3	112,9	1.423,2	792,6
II TR	4.463,9	1.064,5	3.385,2	12.966,1	10.731,8	11.049,2	4.301,9	5.485,1	832,1	112,7	1.437,8	796,5
III TR	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.018,5	10.785,6	11.103,7	4.306,3	5.522,6	844,7	111,9	1.438,8	794,1
IV TR	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,3	10.872,9	11.170,0	4.325,0	5.597,9	841,1	108,8	1.439,9	801,5
2017 Ago	4.541,5	1.057,1	3.470,0	12.993,7	10.762,9	11.085,5	4.306,1	5.506,8	835,3	114,7	1.440,5	790,4
Sep	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.018,5	10.785,6	11.103,7	4.306,3	5.522,6	844,7	111,9	1.438,8	794,1
Oct	4.559,0	1.044,7	3.500,5	13.063,2	10.830,3	11.147,3	4.331,9	5.534,6	851,6	112,1	1.432,6	800,4
Nov	4.581,9	1.041,6	3.526,4	13.091,1	10.858,4	11.170,0	4.344,6	5.550,7	848,1	115,0	1.426,9	805,8
Dic	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,3	10.872,9	11.170,0	4.325,0	5.597,9	841,1	108,8	1.439,9	801,5
2018 Ene <sup>(p)</sup>	4.596,9	1.030,7	3.552,0	13.183,6	10.930,9	11.226,8	4.352,6	5.604,1	861,6	112,6	1.450,1	802,6
Operaciones												
2015	295,3	-21,0	316,0	82,9	55,9	76,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5
2016	488,3	-34,6	522,8	316,5	233,7	258,3	81,6	119,6	43,6	-11,1	78,8	4,1
2017	290,1	-43,4	332,9	367,0	278,1	316,1	80,0	179,6	22,1	-3,6	64,0	25,0
2017 I TR	77,4	-11,1	88,0	143,3	96,4	86,4	26,4	49,2	20,6	0,2	36,7	10,1
II TR	34,6	-5,2	39,8	58,5	27,2	49,6	0,1	37,6	-10,5	0,0	19,4	12,0
III TR	88,7	-10,8	99,6	77,1	78,8	86,8	22,1	42,6	14,8	-0,7	2,1	-3,8
IV TR	89,4	-16,3	105,5	88,1	75,7	93,4	31,3	50,2	-2,8	-3,0	5,8	6,7
2017 Ago	39,3	-1,3	40,5	17,7	33,3	22,4	4,6	23,5	4,6	0,6	-14,4	-1,2
Sep	16,6	-3,5	20,4	25,4	27,4	27,3	5,9	17,5	6,7	-2,8	-1,5	-0,5
Oct	4,2	-5,7	9,9	38,3	44,4	44,8	26,2	12,6	5,3	0,2	-8,8	2,7
Nov	20,8	-1,4	22,2	43,9	35,5	32,9	16,0	18,4	-1,8	2,9	0,3	8,1
Dic	64,4	-9,1	73,4	6,0	-4,2	15,7	-10,9	19,1	-6,2	-6,2	14,2	-4,1
2018 Ene <sup>(p)</sup>	-30,0	-1,0	-29,3	77,8	66,9	65,5	32,4	7,5	23,2	3,9	11,1	-0,3
Tasas de crecimiento												
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
2017	6,7	-4,0	10,2	2,9	2,6	2,9	1,9	3,3	2,7	-3,2	4,6	3,2
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
IV TR	6,7	-4,0	10,2	2,9	2,6	2,9	1,9	3,3	2,7	-3,2	4,6	3,2
2017 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	7,4	-4,2	11,5	2,8	2,6	2,8	1,7	3,2	3,6	-1,6	4,4	2,8
Nov	6,8	-3,8	10,5	2,8	2,6	2,9	1,8	3,2	3,2	0,1	3,9	4,4
Dic	6,7	-4,0	10,2	2,9	2,6	2,9	1,9	3,3	2,7	-3,2	4,6	3,2
2018 Ene <sup>(p)</sup>	5,4	-4,4	8,7	3,1	3,0	3,3	2,2	3,2	5,5	-1,0	4,5	2,5

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 nocial 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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Saldos vivos										
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	4.313,6	4.313,1	1.002,2	797,7	2.513,6	5.409,8	5.726,5	615,3	4.046,2	748,4
2017	4.325,0	4.365,0	979,3	819,0	2.526,7	5.597,9	5.865,6	650,2	4.222,1	725,6
2017 I TR	4.332,8	4.333,9	1.006,0	802,5	2.524,3	5.456,8	5.767,9	626,6	4.085,7	744,5
II TR	4.301,9	4.316,1	990,8	798,6	2.512,5	5.485,1	5.797,7	635,0	4.112,9	737,1
III TR	4.306,3	4.327,6	978,2	812,4	2.515,8	5.522,6	5.827,3	644,4	4.148,7	729,5
IV TR	4.325,0	4.365,0	979,3	819,0	2.526,7	5.597,9	5.865,6	650,2	4.222,1	725,6
2017 Ago	4.306,1	4.327,9	982,7	804,8	2.518,6	5.506,8	5.818,9	642,6	4.132,0	732,2
Sep	4.306,3	4.327,6	978,2	812,4	2.515,8	5.522,6	5.827,3	644,4	4.148,7	729,5
Oct	4.331,9	4.352,6	992,4	816,9	2.522,7	5.534,6	5.840,4	647,4	4.156,5	730,7
Nov	4.344,6	4.365,8	987,9	822,7	2.534,0	5.550,7	5.853,1	652,0	4.167,2	731,5
Dic	4.325,0	4.365,0	979,3	819,0	2.526,7	5.597,9	5.865,6	650,2	4.222,1	725,6
2018 Ene <sup>(p)</sup>	4.352,6	4.386,4	997,0	823,7	2.531,9	5.604,1	5.879,7	655,8	4.222,9	725,3
Operaciones										
2015	-15,0	22,8	-62,1	31,9	15,2	98,5	76,9	21,8	80,2	-3,5
2016	81,6	98,8	-17,3	44,2	54,7	119,6	114,4	23,6	105,2	-9,2
2017	80,0	131,7	3,2	34,8	41,9	179,6	166,3	43,7	140,1	-4,1
2017 I TR	26,4	31,4	6,2	6,3	14,0	49,2	43,5	11,2	38,9	-0,8
II TR	0,1	11,3	-1,8	2,3	-0,4	37,6	40,2	10,3	27,9	-0,6
III TR	22,1	34,6	-6,3	17,1	11,4	42,6	34,8	10,7	36,6	-4,7
IV TR	31,3	54,4	5,2	9,2	17,0	50,2	47,8	11,5	36,7	1,9
2017 Ago	4,6	5,3	-1,8	3,3	3,2	23,5	12,0	3,5	20,4	-0,3
Sep	5,9	8,9	-3,3	8,1	1,2	17,5	10,1	2,4	16,9	-1,7
Oct	26,2	26,9	14,0	4,7	7,4	12,6	14,0	3,4	7,6	1,6
Nov	16,0	17,6	-2,5	6,8	11,7	18,4	16,6	5,8	11,4	1,1
Dic	-10,9	9,9	-6,4	-2,4	-2,1	19,1	17,2	2,3	17,6	-0,8
2018 Ene <sup>(p)</sup>	32,4	24,4	19,9	6,0	6,6	7,5	17,0	5,7	1,4	0,4
Tasas de crecimiento										
2015	-0,3	0,5	-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
2017	1,9	3,1	0,3	4,4	1,7	3,3	2,9	7,1	3,5	-0,6
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	-2,5	3,8	2,0	3,0	2,6	6,0	3,3	-1,1
III TR	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,3
IV TR	1,9	3,1	0,3	4,4	1,7	3,3	2,9	7,1	3,5	-0,6
2017 Ago	1,4	2,4	-1,8	3,8	1,9	3,1	2,7	6,7	3,3	-1,3
Sep	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,3
Oct	1,7	2,9	-0,7	4,6	1,9	3,2	2,7	6,7	3,4	-0,9
Nov	1,8	3,1	-1,0	4,7	2,0	3,2	2,8	7,2	3,3	-0,8
Dic	1,9	3,1	0,3	4,4	1,7	3,3	2,9	7,1	3,5	-0,6
2018 Ene <sup>(p)</sup>	2,2	3,4	1,1	4,9	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,6

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) 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 nocial 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)

Tenencias de la Administración Central <sup>[2]</sup>	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Total	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas		Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central <sup>[3]</sup>	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central <sup>[3]</sup>	
Saldos vivos										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	314,2	6.920,0	2.054,1	70,9	2.146,7	2.648,4	1.136,9	261,9	205,9	121,6
2017	356,2	6.748,1	1.968,7	59,7	2.016,1	2.703,6	933,1	289,6	143,9	93,6
2017 I TR	308,2	6.881,6	2.031,7	69,3	2.106,5	2.674,2	1.103,9	254,9	183,1	111,8
II TR	305,7	6.767,1	2.002,0	66,8	2.066,4	2.631,9	1.031,3	247,7	154,2	109,7
III TR	365,3	6.701,0	1.977,0	61,5	2.016,2	2.646,3	1.023,9	263,0	140,6	85,4
IV TR	356,2	6.748,1	1.968,7	59,7	2.016,1	2.703,6	933,1	289,6	143,9	93,6
2017 Ago	348,5	6.727,5	1.982,2	62,5	2.036,3	2.646,5	1.030,6	251,2	124,4	69,0
Sep	365,3	6.701,0	1.977,0	61,5	2.016,2	2.646,3	1.023,9	263,0	140,6	85,4
Oct	341,8	6.689,9	1.952,8	60,8	2.012,7	2.663,5	965,6	243,5	158,3	109,5
Nov	308,9	6.666,4	1.934,5	60,1	2.016,2	2.655,6	951,8	209,3	167,6	132,7
Dic	356,2	6.748,1	1.968,7	59,7	2.016,1	2.703,6	933,1	289,6	143,9	93,6
2018 Ene <sup>(p)</sup>	316,2	6.729,8	1.957,7	60,4	2.019,5	2.692,2	817,4	353,3	132,3	85,8
Operaciones										
2015	8,9	-216,1	-106,3	-13,5	-215,4	119,0	-86,0	-13,3	21,4	-4,0
2016	26,7	-114,4	-70,2	-9,1	-110,4	75,4	-276,2	-76,8	12,8	-12,0
2017	45,6	-72,5	-78,0	-8,7	-71,8	86,0	-103,1	-62,6	-60,8	-27,3
2017 I TR	-7,5	-11,9	-16,3	-1,5	-27,3	33,3	-33,6	-28,2	-21,6	-9,1
II TR	-2,6	-8,1	-22,1	-2,4	-3,2	19,6	-13,7	3,1	-28,9	-2,1
III TR	64,9	-20,3	-22,1	-2,9	-30,0	34,6	23,0	19,0	-13,6	-24,3
IV TR	-9,2	-32,2	-17,5	-1,8	-11,3	-1,6	-78,8	-56,5	3,3	8,2
2017 Ago	23,6	-2,9	-7,8	-0,8	-9,2	14,9	-12,1	47,2	-3,7	-7,5
Sep	22,3	-12,6	-5,4	-1,0	-22,0	15,9	5,1	10,3	16,2	16,5
Oct	-23,3	-28,3	-25,1	-0,7	-9,5	6,9	-66,5	-19,8	17,7	24,1
Nov	-33,0	-3,4	2,3	-0,7	-7,2	2,2	0,0	-33,8	9,3	23,2
Dic	47,2	-0,5	5,2	-0,5	5,5	-10,6	-12,4	-2,8	-23,7	-39,1
2018 Ene <sup>(p)</sup>	-39,8	10,5	-9,1	-0,7	17,2	3,0	-29,4	6,3	-11,6	-7,8
Tasas de crecimiento										
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	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	14,4	-1,1	-3,8	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
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	3,6	-	-	-30,7	-22,6
III TR	22,0	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
IV TR	14,4	-1,1	-3,8	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2017 Ago	9,0	-0,8	-4,1	-11,8	-2,9	3,9	-	-	-38,2	-48,0
Sep	22,0	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
Oct	8,6	-1,3	-5,0	-12,6	-3,7	3,9	-	-	-17,4	-17,6
Nov	4,0	-1,2	-4,4	-12,7	-3,8	3,6	-	-	-13,1	10,0
Dic	14,4	-1,1	-3,8	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2018 Ene <sup>(p)</sup>	5,0	-0,8	-3,8	-12,4	-2,4	3,3	-	-	-25,0	-19,3

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.1 Déficit/superávit

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/superávit (+) primarios
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	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 IV TR	-1,5	.	.	.	.	0,6
2017 I TR	-1,3	.	.	.	.	0,8
II TR	-1,2	.	.	.	.	0,9
III TR	-0,9	.	.	.	.	1,1

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

### 6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos					Empleos							Empleos de capital	
	Total	Recursos corrientes				Recur- sos de capital	Total	Empleos corrientes						
		Impues- tos di- rectos	Impues- tos indi- rectos	Cotiza- ciones sociales netas	8			Remu- neración de asala- riados	Consumo intermedio	Interes- ses	Presta- ciones sociales			
	1	2	3	4	5	6	7	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 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	0,5	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	43,8	9,9	5,1	2,1	22,7	3,5	
III TR	46,1	45,7	12,8	12,9	15,3	0,4	47,1	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,6	

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

### 6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor		Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda		
		Efectivo y de- pósito	Prés- tamos	Valores repre- sen- tativos de deuda	Acredores residentes	Acredores 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 IV TR	88,9	2,7	15,4	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 I TR	89,2	2,6	15,1	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	89,0	2,7	14,8	71,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	88,1	2,8	14,6	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	13	14		
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 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	0,0	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	1,0			
II TR	-1,7	-0,9	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,8			
III TR	-1,6	-1,1	0,2	0,7	0,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	-0,6	1,2			

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

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

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

### 6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP<sup>1)</sup>

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

Servicio de la deuda a pagar en un año <sup>2)</sup>	Vida residual media en años <sup>3)</sup>	Rendimiento nominal medio <sup>4)</sup>										Operaciones		
		Total	Principal		Intereses		Saldos vivos	Operaciones						
			Hasta 3 meses		Hasta 3 meses			Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
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	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2017	13,3	11,6	4,3	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1	
2016 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	
III TR	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	
2017 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	13,3	11,6	3,8	1,7	0,4	7,2	2,5	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2	
Nov	13,3	11,6	4,0	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2	
Dic	13,3	11,6	4,3	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1	
2018 Ene	13,1	11,4	4,3	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,4	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 periodo)

	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 IV TR	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,4	-2,5	0,5	
2017 I TR	-2,0	1,0	-0,5	-0,5	1,0	-4,2	-3,4	-2,4	0,5	
II TR	-1,5	0,9	-0,7	-0,6	1,0	-3,6	-3,2	-2,4	0,9	
III TR	-1,1	1,4	-0,7	-0,5	1,2	-3,1	-3,1	-2,3	1,9	
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 IV TR	105,7	68,1	9,4	72,8	180,8	99,0	96,5	132,0	107,1	
2017 I TR	107,4	66,5	9,2	74,5	177,7	100,0	98,8	134,0	106,2	
II TR	106,1	65,9	8,9	74,0	176,1	99,8	99,3	134,7	106,1	
III TR	107,0	65,1	8,9	72,1	177,4	98,7	98,4	134,1	103,2	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
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 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	0,0	0,7	0,7	2,2	1,0	-1,2	-1,6	-1,4	-2,0	-1,4
II TR	0,4	0,8	0,7	2,1	1,1	-1,3	-1,3	-1,2	-1,6	-0,7
III TR	0,5	1,0	0,9	3,3	1,2	-1,2	-0,1	-0,8	-1,6	-0,8
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 IV TR	40,5	40,1	20,8	57,7	61,8	83,6	130,1	78,5	51,8	63,1
2017 I TR	39,4	39,2	23,9	58,2	59,6	81,7	130,5	80,2	53,3	62,7
II TR	40,0	41,7	23,4	56,5	58,7	81,3	132,1	79,8	51,7	61,7
III TR	38,3	39,4	23,4	54,9	57,0	80,4	130,8	78,4	51,3	60,4

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2018

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. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 7 de marzo de 2018.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-18-002-ES-N (edición electrónica)