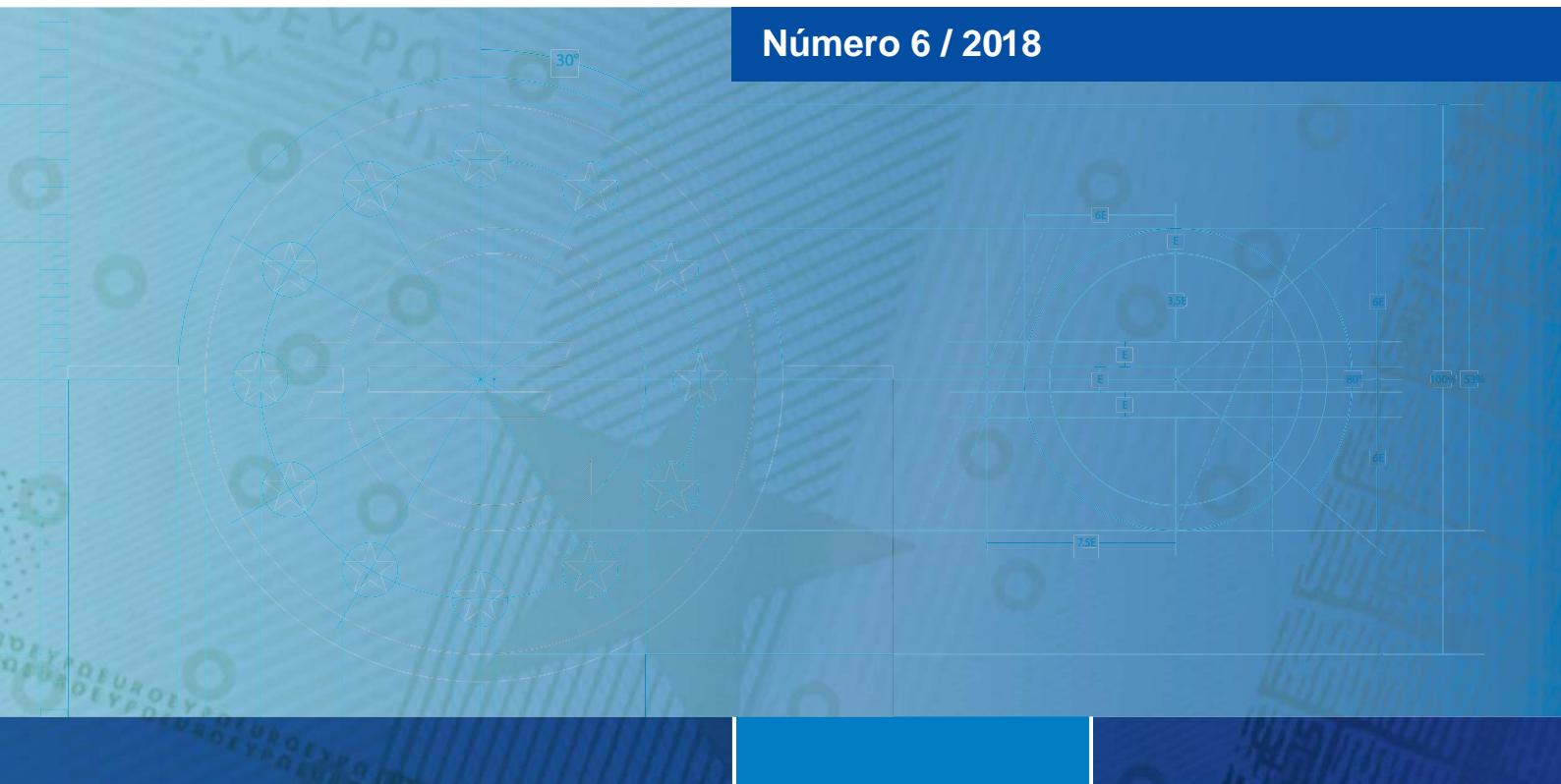


Boletín Económico

Número 6 / 2018



Índice

Evolución económica y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	13
3 Actividad económica	18
4 Precios y costes	23
5 Dinero y crédito	29
6 Evolución de las finanzas públicas	37
Recuadros	40
1 Implicaciones macroeconómicas del aumento del proteccionismo	40
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 3 de mayo y el 31 de julio de 2018	45
3 Los precios del petróleo, la relación real de intercambio y el consumo privado	51
4 El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero: situación una década después de la crisis financiera	54
Artículos	59
1 El ciclo financiero global: implicaciones para la economía mundial y la zona del euro	59
2 Interpretación de la evolución reciente de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo	63
3 Tendencias y evolución del uso del efectivo en euros durante los últimos diez años	67
Estadísticas	S1

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria del 13 de septiembre, el Consejo de Gobierno concluyó que los datos más recientes, incluidas las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2018, confirman, en líneas generales, su valoración anterior de una expansión generalizada y sostenida de la economía de la zona del euro y de un aumento gradual de la inflación. La fortaleza subyacente de la economía sigue respaldando la confianza del Consejo de Gobierno en que la convergencia sostenida de la inflación hacia su objetivo continuará y que se mantendrá incluso después de la eliminación gradual de las compras netas de activos. Al mismo tiempo, las incertidumbres relacionadas con el creciente proteccionismo, las vulnerabilidades en los mercados emergentes y la volatilidad de los mercados financieros han adquirido mayor relevancia recientemente. Por lo tanto, sigue siendo necesario un estímulo monetario significativo que respalte un mayor aumento de las presiones inflacionistas internas y la evolución de la inflación general a medio plazo. Este apoyo seguirá procediendo de las compras netas de activos hasta el final del año, del considerable volumen de activos adquiridos y de las reinversiones asociadas, así como de las indicaciones más detalladas sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE (*forward guidance*) que ofrezca el Consejo de Gobierno. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la manera adecuada, con el fin de asegurar que la inflación continúe avanzando de forma sostenida hacia su objetivo.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 13 de septiembre de 2018

Aunque el ritmo de expansión de la economía mundial se mantuvo sostenido en el primer semestre de 2018, se espera una moderación del dinamismo. Las economías avanzadas siguen beneficiándose de unas políticas monetarias acomodaticias y de las medidas de estímulo fiscal en Estados Unidos, mientras que en los países exportadores de materias primas la actividad también se ha visto impulsada por la recuperación de los precios de estas materias el año pasado. No obstante, se ha observado un endurecimiento de las condiciones financieras, en particular en algunos mercados emergentes. Además, el crecimiento del comercio mundial se ha desacelerado y la incertidumbre acerca de las relaciones comerciales futuras se ha incrementado. A medio plazo, se espera que la actividad económica global avance a un ritmo próximo al crecimiento potencial, dado que las brechas de producción ya se han cerrado o se están cerrando en la mayoría de las economías avanzadas. Se prevé que las presiones inflacionistas globales aumenten poco a poco a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar.

En los mercados financieros, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro prácticamente no han variado desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio de 2018. Los diferenciales de la deuda soberana han mostrado volatilidad, en un contexto de continua incertidumbre política en Italia. Aunque los beneficios empresariales mantienen su solidez, los precios de las acciones y de los bonos de las instituciones financieras de la zona del euro se han reducido, en un entorno de incertidumbre geopolítica y de creciente volatilidad en algunos mercados emergentes. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha fortalecido en general.

Los últimos indicadores económicos y resultados de encuestas publicados confirman el crecimiento generalizado y sostenido de la economía de la zona del euro, a pesar de una ligera moderación tras la fuerte expansión observada en 2017. En términos intertrimestrales, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,4 % en el segundo trimestre de 2018, la misma tasa que en el trimestre anterior. Las medidas de política monetaria del BCE siguen respaldando la demanda interna. El consumo privado se sustenta en la mejora continua del empleo —que, a su vez, se debe, en parte, a las reformas acometidas anteriormente en los mercados de trabajo— y en el aumento de los salarios. La inversión empresarial se ve propiciada por unas condiciones de financiación favorables, la mejora de la rentabilidad de las empresas y la fortaleza de la demanda. La inversión en vivienda sigue siendo sólida. Asimismo, se espera que la expansión de la actividad mundial continúe y apunte a las exportaciones de la zona del euro.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2 % en 2018, el 1,8 % en 2019 y el 1,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosystema de junio de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019, debido principalmente a una contribución menor de la demanda externa. Aunque los riesgos relacionados con el aumento del proteccionismo, las vulnerabilidades en los mercados emergentes y la volatilidad de los mercados financieros han adquirido mayor relevancia recientemente, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 2 % en agosto de 2018, frente al 2,1 % de julio. 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 a los niveles actuales durante el resto del año. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen, en general, contenidos, han aumentado desde los mínimos observados anteriormente. Las presiones de costes de origen interno están intensificándose y generalizándose en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensiones en los mercados de trabajo, que están impulsando el crecimiento de los salarios. Se espera que la inflación subyacente repunte hacia finales de año y que, a partir de entonces, se incremente de forma gradual en el medio plazo, respaldada por las medidas de

política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica y el mayor crecimiento de los salarios.

En general, este análisis se refleja también en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 1,7 % en 2018, 2019 y 2020. Las perspectivas de inflación medida por el IAPC no han variado con respecto a las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2018. Se prevé que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance gradualmente y pase del 1,1 % en 2018 al 1,5 % en 2019 y al 1,8 % en 2020.

A tenor de las proyecciones, la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será básicamente neutral en 2018, ligeramente expansiva en 2019 y de nuevo prácticamente neutral en 2020. En conjunto, se espera que el déficit presupuestario de la zona del euro siga reduciéndose durante el horizonte de proyección, debido principalmente a las condiciones cíclicas favorables y a la disminución de los pagos por intereses. Aunque la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continuará descendiendo, se mantendrá en niveles elevados.

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se moderó en el contexto de la reducción de las adquisiciones netas mensuales realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). La tasa de crecimiento de M3 se situó en el 4 % en julio de 2018, frente al 4,5 % registrado en junio. Aparte de una ligera volatilidad de los flujos mensuales, el avance de M3 se sustenta cada vez más en la creación de crédito bancario. El agregado monetario estrecho (M1) continuó siendo el componente que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. La recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014 prosigue. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se situó en el 4,1 % en julio de 2018, mientras que la de los préstamos a hogares fue del 3 %, en ambos casos sin variación con respecto a junio. La transmisión de las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 sigue respaldando sustancialmente las condiciones de financiación de las empresas y de los hogares, el acceso a la financiación —en particular de las pequeñas y medianas empresas— y el flujo de crédito en el conjunto de la zona del euro. El flujo total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó considerablemente en el segundo trimestre de 2018.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones. En primer lugar, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que permanezcan en los niveles actuales al menos hasta el verano de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la convergencia sostenida y continuada de la inflación hacia niveles inferiores,

aunque próximos, al 2 % a medio plazo. En segundo lugar, el Consejo de Gobierno seguirá realizando adquisiciones netas en el marco del APP al ritmo actual de 30 mm de euros mensuales hasta el final de septiembre de 2018. Después de esa fecha, el ritmo mensual de las compras netas de activos se reducirá a 15 mm de euros hasta el final de diciembre de 2018. El Consejo de Gobierno anticipa que, siempre que los nuevos datos confirmen sus perspectivas de inflación a medio plazo, las compras netas cesarán entonces. En tercer lugar, el Consejo de Gobierno tiene intención de reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco de este programa según vayan venciendo, durante un período prolongado tras el final de las compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para preservar unas condiciones de liquidez favorables y un elevado grado de acomodación monetaria.

Entorno exterior

Aunque el ritmo de expansión de la economía mundial se mantuvo sostenido en el primer semestre de 2018, se espera una moderación del dinamismo en un contexto de aumento de los riesgos e incertidumbres relacionados con el creciente proteccionismo, las vulnerabilidades en las economías emergentes y volatilidad de los mercados financieros. Las economías avanzadas siguen beneficiándose de unas políticas monetarias acomodaticias y de las medidas de estímulo fiscal en Estados Unidos, mientras que en los países exportadores de materias primas la actividad también se ha visto impulsada por la recuperación de los precios de estas materias el año pasado. No obstante, se ha observado un endurecimiento de las condiciones financieras, en particular en algunos mercados emergentes. Además, el crecimiento del comercio mundial se ha desacelerado y la incertidumbre acerca de las relaciones comerciales futuras se ha incrementado. A medio plazo se espera que la actividad económica global avance a un ritmo próximo al crecimiento potencial. Las brechas de producción ya se han cerrado o se están cerrando en la mayoría de las economías avanzadas, el respaldo de las políticas se reducirá gradualmente y China se encuentra en una fase de transición hacia una senda de menor crecimiento. Se prevé que las presiones inflacionistas globales aumenten poco a poco a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar. Los riesgos para la actividad mundial están sesgados a la baja.

Actividad económica y comercio mundiales

Pese a los crecientes riesgos e incertidumbres, la economía mundial continuó expandiéndose a un ritmo sostenido en el primer semestre de 2018. Después de moderarse en el primer trimestre, el crecimiento de la actividad repuntó con fuerza en el segundo trimestre en Estados Unidos y en Japón. El crecimiento del PIB también registró una modesta recuperación en el Reino Unido. En las economías emergentes, la actividad se vio favorecida por la expansión rápida y sostenida de India y de China. El dinamismo económico se reavivó en Rusia en el primer semestre de este año, estimulado por la subida de los precios del petróleo, pero se debilitó en Brasil, donde las perturbaciones asociadas a las huelgas y la incertidumbre política afectaron negativamente a la confianza.

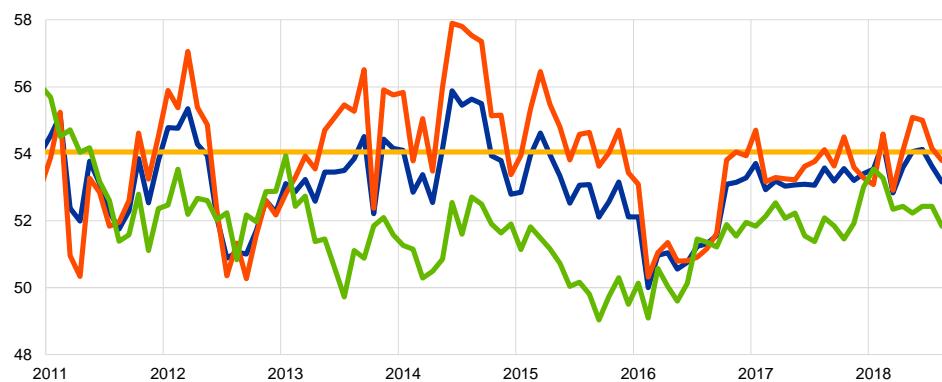
Las encuestas indican que el dinamismo de la actividad mundial podría moderarse ligeramente. La producción mundial de manufacturas ha disminuido en los últimos meses, y el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, retrocedió ligeramente y se situó por debajo de su media de largo plazo en agosto (véase gráfico 1). Sin embargo, los indicadores de confianza de los consumidores siguen siendo particularmente optimistas, pese a los descensos recientes.

Gráfico 1

Índice PMI compuesto global de producción

(Índice de difusión)

- Global, excluida la zona del euro
- Global, excluida la zona del euro; media de largo plazo
- Economías avanzadas, excluida la zona del euro
- Economías emergentes



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

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

Es probable que las nuevas subidas de los aranceles y la incertidumbre sobre las relaciones comerciales futuras afecten al dinamismo económico mundial más adelante. En los tres últimos meses, Estados Unidos ha aprobado nuevos aumentos de los aranceles. Las exenciones que protegieron inicialmente a la UE, Canadá y México de los incrementos arancelarios sobre las importaciones de acero y de aluminio dejaron de tener efecto en junio. Los países afectados han anunciado la adopción de medidas de represalia. Por otra parte, los aranceles introducidos en virtud del artículo 301 de la Ley de Comercio Exterior de 1974 de Estados Unidos (1974 US Trade Act) con el fin de abordar la preocupación sobre las transferencias de tecnología a China entraron en vigor en julio y en agosto, y afectaron a exportaciones de este país a Estados Unidos por un valor total de 50 mm de dólares estadounidenses. China respondió elevando los aranceles a las exportaciones estadounidenses por un importe similar. Aunque los aranceles aplicados hasta ahora afectan a una proporción relativamente reducida del comercio mundial, las tensiones comerciales son considerables, lo que ha acrecentado la incertidumbre en torno a las perspectivas. Las relaciones comerciales entre estos dos países continúan siendo tensas, y la Administración estadounidense está preparando una lista de productos importados de China por valor de otros 200 mm de dólares que se incluirían en una segunda ronda de aranceles. El anuncio de esta medida era inminente cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre¹. Estados Unidos también ha iniciado una investigación sobre las importaciones de automóviles y componentes con el fin de determinar sus implicaciones para la seguridad nacional.

¹ Desde la reunión del Consejo de Gobierno del 13 de septiembre, la Administración estadounidense ha anunciado la imposición de aranceles adicionales a exportaciones chinas a EEUU por valor de 200 mm de dólares y China ha reaccionado anunciendo la aplicación de nuevos aranceles por importe de 60 mm de dólares a exportaciones estadounidenses, con efecto a partir del 24 de septiembre de 2018 en ambos casos.

La preocupación en torno al comercio, junto con la progresiva normalización de las políticas monetarias en las economías avanzadas y la incertidumbre sobre las políticas en algunas economías emergentes han provocado un aumento de las tensiones en los mercados financieros en los últimos meses.

En Estados Unidos ha continuado la progresiva normalización de la política monetaria: tras la subida de los tipos de interés en junio de 2018, la curva de futuros sobre fondos federales sugiere que los mercados anticipan nuevos incrementos de los tipos en los próximos meses. El aumento de los tipos de interés, unido a la mayor fortaleza del dólar, contribuyó a un cierto endurecimiento de las condiciones financieras en las economías emergentes en los primeros meses del verano. En algunas de estas economías se han registrado tensiones graves, en particular en Argentina y en Turquía, que son reflejo de las dudas acerca de la credibilidad de sus políticas y sus considerables necesidades de financiación externa. Aunque los acusados niveles de volatilidad acusada se han limitado a estos países, se han observado algunos efectos de contagio a otros países emergentes vulnerables en forma de aumentos de los diferenciales de deuda soberana y de presiones sobre sus monedas.

A corto plazo se espera una moderación del dinamismo de la economía mundial. Las economías avanzadas siguen beneficiándose de unas políticas monetarias acomodaticias. El considerable estímulo fiscal en Estados Unidos también dará impulso al crecimiento global. Además, la subida de los precios del petróleo ha contribuido a estabilizar la inversión en muchas economías exportadoras de esta materia prima. Con todo, se prevé que la desaceleración del comercio mundial y la creciente incertidumbre sobre las relaciones comerciales futuras afecten a la confianza y a la inversión, así como que el endurecimiento de las condiciones financieras observado en algunas economías emergentes en los últimos meses lastre también el dinamismo global.

A medio plazo se espera que la actividad económica mundial avance a un ritmo próximo al crecimiento potencial. Las brechas de producción ya se han cerrado en muchas economías avanzadas. Asimismo, el respaldo de las políticas disminuirá gradualmente. La transición de China hacia una senda de menor crecimiento, menos dependiente del crédito y del estímulo fiscal, también afectará a la demanda mundial. Por otro lado, la estabilización de las perspectivas en las economías emergentes favorecerá en cierta medida la actividad mundial más adelante. A medio plazo se prevé que el ritmo de expansión global se estabilice en tasas inferiores a las registradas antes de la crisis.

En cuanto a la evolución de los distintos países, en Estados Unidos se espera que la actividad continúe siendo vigorosa este año. Las tensiones observadas en el mercado de trabajo, con unos niveles de desempleo en mínimos históricos, una tasa de actividad estable y una tendencia al alza del crecimiento de los salarios, deberían sustentar las rentas y el gasto de los hogares, mientras que los sólidos beneficios empresariales y las condiciones financieras todavía favorables deberían impulsar la inversión. Se prevé que el estímulo fiscal procedente de las reformas tributarias y el aumento del gasto respalden las perspectivas de crecimiento este año y el siguiente, antes de desaparecer en 2020.

En Japón se prevé una desaceleración gradual de la expansión económica.

Aunque la actividad debería beneficiarse de la orientación acomodaticia de la política monetaria, se espera que la desaparición progresiva del estímulo fiscal y las crecientes limitaciones de capacidad lastren el crecimiento. Los salarios están aumentando moderadamente en un contexto de tensionamiento del mercado de trabajo, lo que debería favorecer el gasto de los hogares. No obstante, las proyecciones apuntan a que la inflación se mantendrá por debajo del objetivo del 2 % fijado por el Banco de Japón.

En el Reino Unido, las perspectivas señalan un crecimiento moderado en un contexto en el que la demanda interna sigue siendo débil. La disminución de la inflación debería favorecer el consumo privado, pese a las inciertas perspectivas económicas. Sin embargo, se espera que, mientras tanto, la incertidumbre asociada a las negociaciones sobre el Brexit afecte a la inversión.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que el crecimiento del PIB siga siendo vigoroso en el corto plazo. La actividad se está viendo respaldada por la solidez de la inversión vinculada a los fondos de la UE, por la fortaleza del gasto en consumo y por las mejoras observadas en los mercados de trabajo. A medio plazo se espera que la actividad se ralentice y se aproxime a su potencial.

En cuanto a China, datos recientes indican que la actividad se ralentizará en el corto plazo. La desaceleración del mercado de la vivienda y los efectos retardados del anterior endurecimiento de las condiciones financieras pueden lastrar el crecimiento, al tiempo que se espera que la subida de los aranceles impuesta por Estados Unidos afecte al comercio. Con todo, la orientación acomodaticia de la política monetaria y algo de apoyo fiscal deberían contribuir a sostener el crecimiento de la actividad en el corto plazo. A medio plazo se considera que el avance continuado de las reformas estructurales produciría una desaceleración ordenada y un cierto reequilibrio de la economía china.

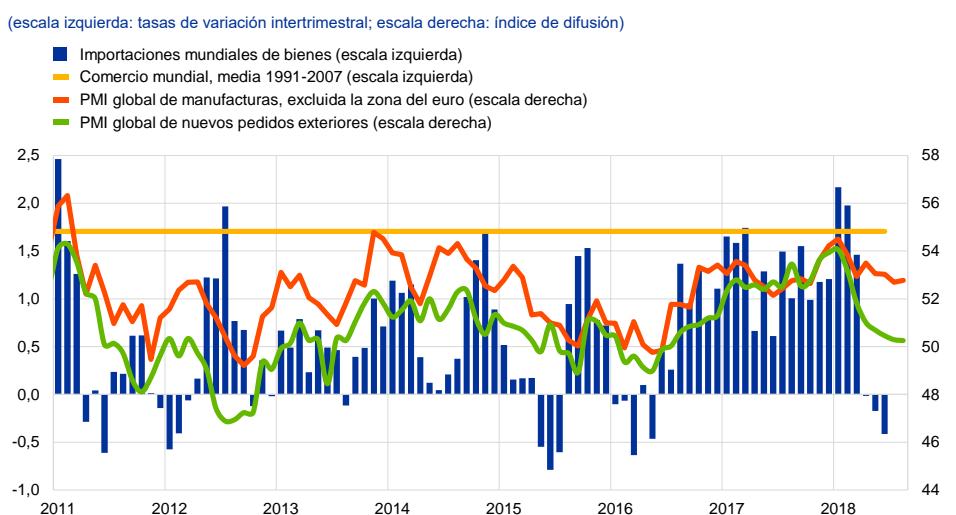
En los grandes países exportadores de materias primas se prevé un moderado fortalecimiento de la actividad económica. En Rusia, las perspectivas se apoyan en la subida de los precios del petróleo este año, en una inflación relativamente reducida y en la mejora de la confianza de las empresas y de los consumidores. Por otra parte, es probable que las recientes sanciones impuestas por Estados Unidos lastren el crecimiento en el corto plazo, debido al aumento de la incertidumbre política. A medio plazo se espera que la actividad económica experimente una expansión moderada en un entorno de difícil situación empresarial, de debilidad de la inversión en capital fijo y de ausencia de reformas estructurales, lo que está afectando adversamente al potencial de crecimiento de este país. En Brasil, las perspectivas a corto plazo se ven afectadas por la incertidumbre política y las perturbaciones derivadas de las huelgas. No obstante, a más largo plazo, la mejora del mercado laboral y la continuación de la orientación acomodaticia de la política monetaria deberían favorecer el consumo, dado que las presiones inflacionistas se mantienen contenidas.

Se espera que Turquía acometa un difícil ajuste en los próximos meses. El rápido crecimiento económico registrado el año pasado ha generado un recalentamiento considerable de su economía. La reciente depreciación de la

moneda, en un contexto de salidas de capitales y de fuertes presiones inflacionistas, apunta a un rápido deterioro del entorno económico. Los indicadores ya señalan una moderación de la actividad, que se prevé que se agudice en el corto plazo.

Después de registrar un fuerte crecimiento en 2017, los indicadores de comercio mundial apuntan a una desaceleración en el primer semestre de este año. Según datos del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el volumen de importaciones de bienes cayó un 0,4 % en junio (en tasa intertrimestral). El panorama de moderación del comercio mundial es acorde con otros indicadores (véase gráfico 2).

Gráfico 2
Comercio mundial de bienes



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2018 (PMI global de manufacturas y PMI global de nuevos pedidos exteriores) y a junio de 2018 (comercio).

A corto plazo se espera que el comercio mundial siga faltó de dinamismo. Se prevé que el aumento del proteccionismo repercuta negativamente en las perspectivas del comercio. Los aranceles aplicados hasta ahora afectan a una proporción relativamente pequeña del comercio mundial. No obstante, aunque los efectos directos sobre el comercio de las subidas arancelarias son escasos en la mayoría de los países, han incrementado la preocupación acerca de las perspectivas generales de las políticas comerciales y de la economía global. Se espera que la incertidumbre sobre las relaciones comerciales futuras tenga un impacto sobre la confianza y la inversión, que también influirá negativamente en las perspectivas del comercio mundial. A medio plazo se prevé que el comercio global avance, en general, en línea con la actividad.

En general, se prevé que el crecimiento mundial se desacelere a lo largo del horizonte de proyección. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2018, el crecimiento mundial del PIB real (excluida la zona del euro) se incrementará hasta el 3,9 % en 2018 y posteriormente descenderá hasta situarse en el 3,7 % en 2019 y 2020. La trayectoria que marcan las proyecciones refleja la esperada ralentización de la actividad a corto plazo en

algunas economías emergentes, dado que las condiciones financieras se han endurecido. A más largo plazo se proyecta que la expansión se desacelere en las economías avanzadas y se aproxime al crecimiento potencial. Al mismo tiempo, se espera una moderación progresiva del ritmo de expansión en China. El crecimiento de la demanda externa de la zona del euro se situaría en el 4,1 % en 2018 y se reduciría hasta el 3,6 % en 2019 y 2020. En comparación con las proyecciones de junio de 2018, el avance del PIB mundial se ha revisado a la baja para 2018 y 2019, reflejando el deterioro de las perspectivas en algunas economías emergentes. El crecimiento de la demanda externa de la zona del euro también se ha revisado a la baja, debido a la pérdida de impulso observada en los datos sobre comercio, así como a los efectos de las previsiones de debilitamiento de la actividad.

El balance de riesgos para la actividad mundial está sesgado a la baja. Por lo que respecta a los riesgos al alza, el paquete de medidas fiscales de Estados Unidos podría tener un impacto mayor de lo previsto sobre la actividad. Sin embargo, a corto plazo, las perspectivas de un mayor proteccionismo comercial siguen siendo elevadas, lo que podría afectar de forma significativa a la actividad y al comercio mundiales. Otros riesgos a la baja están relacionados con la posibilidad de que se produzca un nuevo endurecimiento de las condiciones financieras a escala global, especialmente en las economías emergentes, con perturbaciones asociadas al proceso de reformas en China, y con la incertidumbre geopolítica relacionada, en particular, con los riesgos del Brexit.

Evolución mundial de los precios

Los precios del petróleo han sido volátiles en las últimas semanas. Durante los primeros meses del verano, los precios del petróleo descendieron cuando las perspectivas de oferta mejoraron con la finalización de las perturbaciones en Libia y con las perspectivas de aumento de la oferta de la OPEP y de Rusia. Como consecuencia, el supuesto relativo a los precios del petróleo en el que se basaron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre fue un 7,5 % inferior a corto plazo al de las proyecciones anteriores. Sin embargo, desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones, el precio de esta materia prima ha vuelto a subir, alcanzando los 80 dólares estadounidenses por barril el 12 de septiembre. Este incremento reflejó la reacción de los mercados a unas existencias de crudo menores de lo esperado en Estados Unidos, que apuntaban a un aumento de las tensiones en los mercados más rápido de lo previsto.

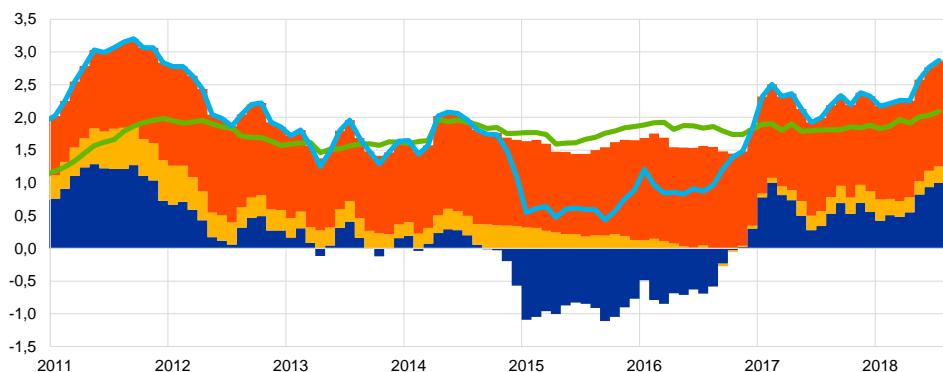
La anterior subida de los precios del petróleo ha presionado al alza la inflación mundial medida por los precios de consumo. En los países de la OCDE, la inflación medida por el IPC aumentó hasta el 2,9 % en julio. Excluidos la energía y los alimentos, el IPC se incrementó ligeramente, hasta el 2,1 %, prolongando una tendencia al alza muy moderada observada el pasado año (véase gráfico 3). Al mismo tiempo, pese a las tensiones observadas en los mercados de trabajo de las economías avanzadas, las presiones salariales se mantienen relativamente contenidas.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Contribución de la energía
- Contribución de los alimentos
- Excluida la contribución de la energía y los alimentos
- Excluidos energía y alimentos
- Todos los componentes



Fuente: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a julio de 2018.

De cara al futuro se espera que las presiones inflacionistas globales se

mantengan contenidas. Está previsto que, a corto plazo, los precios de exportación de los países competidores de la zona del euro se incrementen tras el reciente repunte de los precios del petróleo. Sin embargo, a más largo plazo, la actual curva de futuros sobre el petróleo anticipa una ligera reducción de los precios del crudo, que implica una menor contribución de los precios energéticos a la inflación mundial. Por otra parte, se prevé que la disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global favorezca un cierto aumento de la inflación.

2

Evolución financiera

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro prácticamente no han variado desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio de 2018. Los diferenciales de la deuda soberana han mostrado volatilidad, en un contexto de continua incertidumbre política en Italia. Aunque los beneficios empresariales mantienen su solidez, los precios de las acciones y de los bonos de las instituciones financieras de la zona del euro se han reducido, en un entorno de incertidumbre geopolítica y de creciente volatilidad en los mercados emergentes. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha fortalecido en general.

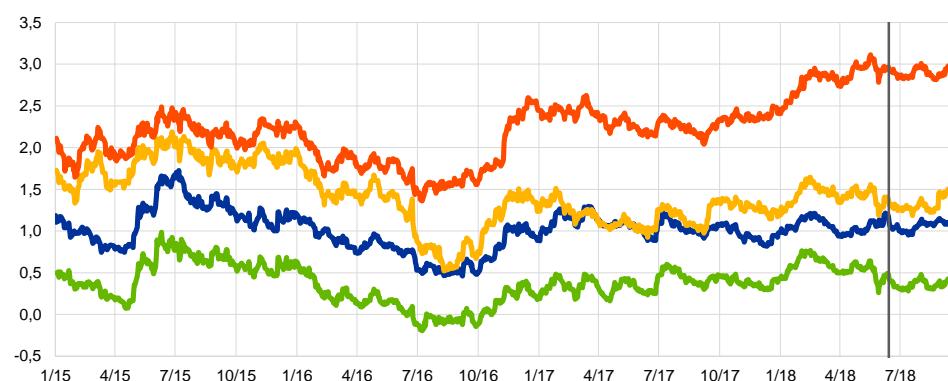
Los rendimientos a largo plazo prácticamente no han variado en la zona del euro y en Estados Unidos. Durante el período de referencia (del 14 de junio al 12 de septiembre), el tipo swap del eonia (OIS) libre de riesgo a diez años de la zona del euro y el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se mantuvieron sin cambios en el 0,75 % y el 1,10 %, respectivamente. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años se incrementó 3 puntos básicos y se situó en el 2,96 %, con lo que su diferencial frente al rendimiento correspondiente de la zona del euro se volvió a ampliar y alcanzó niveles históricamente elevados.

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: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de junio de 2018). La última observación corresponde al 12 de septiembre de 2018.

Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo swap del eonia (OIS) libre de riesgo han mostrado volatilidad, pero continúan prácticamente en el mismo nivel que en junio. La volatilidad de las condiciones en los mercados de deuda soberana se mantuvo a lo largo del período analizado, y los diferenciales soberanos de Italia aumentaron en un entorno de nuevas tensiones en el mercado (véase gráfico 5). Los mercados de deuda pública de otros países de la zona del euro también se han visto afectados en distinta medida. En conjunto, desde el 14 de junio, la media ponderada por el PIB de los

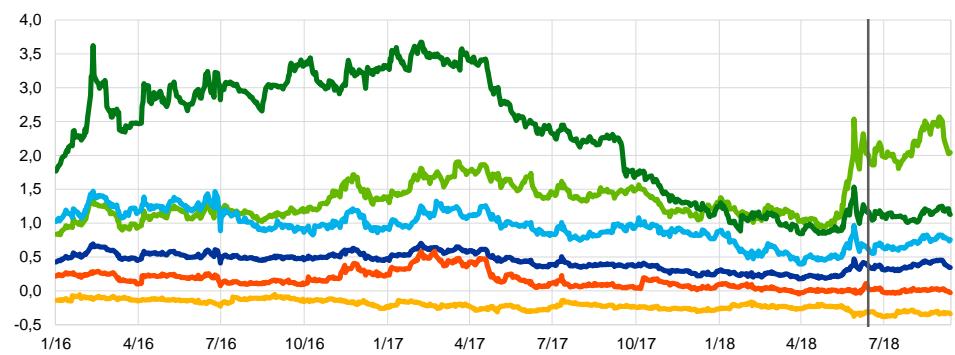
rendimientos de la deuda soberana a diez años ha permanecido básicamente sin variación, situándose en 36 puntos básicos el 12 de septiembre.

Gráfico 5

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

(porcentajes)

- Media ponderada por el PIB de la zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Portugal



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 (14 de junio de 2018). La última observación corresponde al 12 de septiembre de 2018.

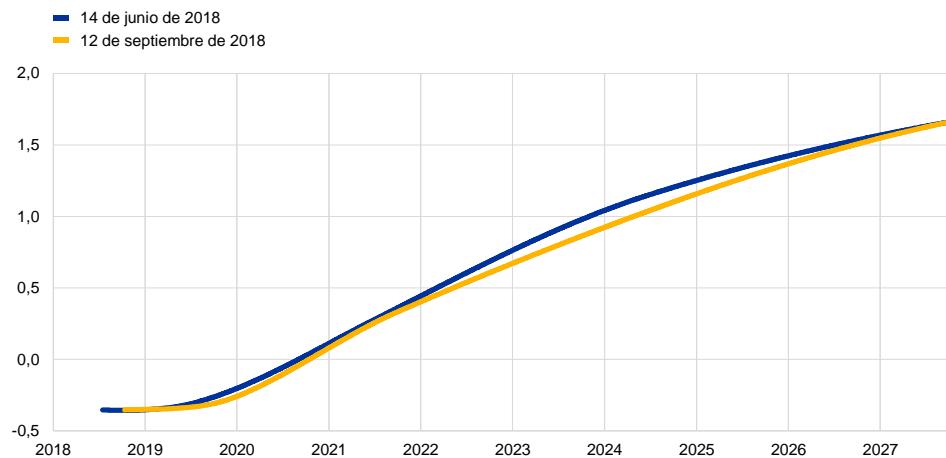
La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo prácticamente sin cambios durante el período analizado.

Los participantes en los mercados han revisado sus expectativas de tipos de interés en horizontes de medio plazo, lo que se traduce en un ligero aplanamiento de la curva de tipos *forward* (véase gráfico 6). La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2020, reflejando las expectativas de los mercados de un período prolongado de tipos negativos.

Gráfico 6

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro experimentaron una corrección, en un contexto de creciente incertidumbre geopolítica. Durante el período considerado, las cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro retrocedieron en torno a un 4 % y a un 5 %, respectivamente (véase gráfico 7). La volatilidad bursátil de la zona del euro aumentó durante el período analizado, en un contexto de persistentes fluctuaciones en los mercados de deuda soberana, de incertidumbre geopolítica y de repunte de la volatilidad en los mercados emergentes. En conjunto, las sólidas perspectivas de beneficios empresariales continúan sustentando las cotizaciones de la zona del euro, reflejando el favorable entorno macroeconómico en la zona.

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 (14 de junio de 2018). La última observación corresponde al 12 de septiembre de 2018.

El eonia fluctuó en torno a -36 puntos básicos durante el período

considerado. El exceso de liquidez aumentó alrededor de 87 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.909 mm de euros. Este incremento es atribuible a las compras de valores realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosystema y a la reducción de los factores autónomos.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro aumentaron durante el período analizado. Desde junio, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras con respecto al tipo libre de riesgo experimentó un incremento de 10 puntos básicos, hasta situarse en 69 puntos básicos (véase gráfico 8). Los rendimientos de la deuda del sector financiero crecieron algo más, lo que se tradujo en una ampliación del diferencial de unos 12 puntos básicos. Esta subida refleja una reevaluación del riesgo más que un aumento de las probabilidades de impago. En conjunto, los diferenciales de los valores de renta fija privada se mantienen significativamente por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos.

Gráfico 8

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



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

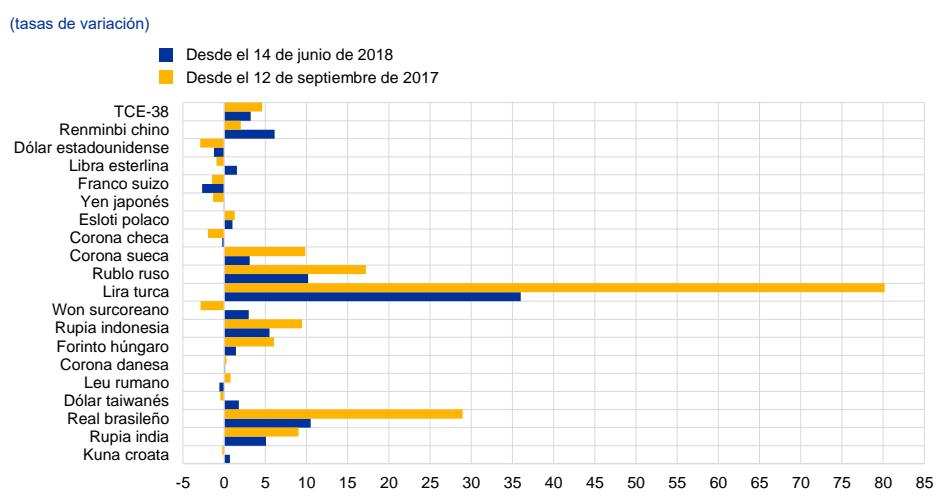
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de junio de 2018). La última observación corresponde al 12 de septiembre de 2018.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en general (véase gráfico 9). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se apreció un 3,3 %. La moneda única se fortaleció en términos efectivos, pese a perder valor frente al dólar estadounidense y al franco suizo, en un entorno de mayor búsqueda de monedas refugio por parte de los inversores y de acusada depreciación de las monedas de algunas economías emergentes. En términos bilaterales, el euro se debilitó frente al dólar estadounidense (1,2 %), reflejando en parte las expectativas acerca de la orientación futura de la política monetaria de la Reserva Federal y del BCE, así

como frente al franco suizo (2,7 %), pero se mantuvo sin variación frente al yen japonés. En cambio, el euro se apreció, en general, frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes, incluido el renminbi chino (5,4 %) y, en particular, frente a la lira turca, el real brasileño y el rublo ruso, que se cuentan entre las monedas de economías emergentes con mayores ponderaciones por el comercio para el cálculo del tipo de cambio efectivo del euro. Asimismo, el euro también se revalorizó frente a la libra esterlina (1,5 %) y frente a las monedas de la mayoría de los demás Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 9

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



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 12 de septiembre de 2018.

3

Actividad económica

A pesar de experimentar cierta moderación tras la fuerte expansión observada en 2017, los últimos indicadores económicos y resultados de encuestas publicados confirman, en líneas generales, el crecimiento generalizado y sostenido de la economía de la zona del euro. El avance del PIB real de la zona del euro se sustenta principalmente en el aumento del consumo privado y de la inversión. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2 % en 2018, el 1,8 % en 2019 y el 1,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019, debido sobre todo a una contribución algo menor de la demanda externa.

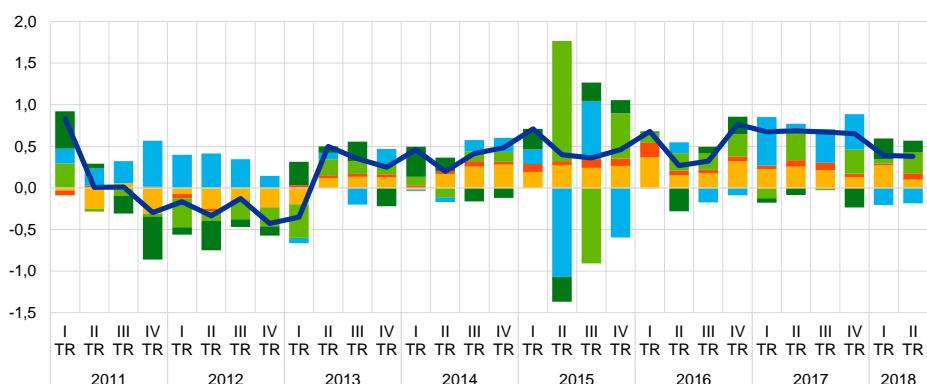
El crecimiento se moderó en los dos primeros trimestres de 2018, pero continuó siendo generalizado en los distintos países de la zona del euro. El PIB real experimentó un avance intertrimestral del 0,4 % en los dos primeros trimestres de este año, tras crecer a una tasa media del 0,7 % en los cinco trimestres anteriores (véase gráfico 10). La desaceleración de principios de año parece que se ha debido fundamentalmente a la mayor debilidad de la demanda externa, al tiempo que las restricciones de capacidad han aumentado de forma gradual. La demanda interna (especialmente la inversión en capital fijo) siguió siendo el principal motor de la expansión en el segundo trimestre de 2018. Como en el trimestre anterior, la variación de existencias contribuyó positivamente al crecimiento del PIB real en el segundo trimestre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue negativa. En cuanto a la producción, la actividad económica se vio favorecida sobre todo por el sólido avance de la construcción y los servicios en el segundo trimestre, al tiempo que el crecimiento del valor añadido de la industria (excluida la construcción) fue algo menor.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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

- PIB a precios de mercado
- Consumo privado
- Consumo público
- Formación bruta de capital fijo
- Demanda exterior neta
- Variación de existencias



Fuente: Eurostat.

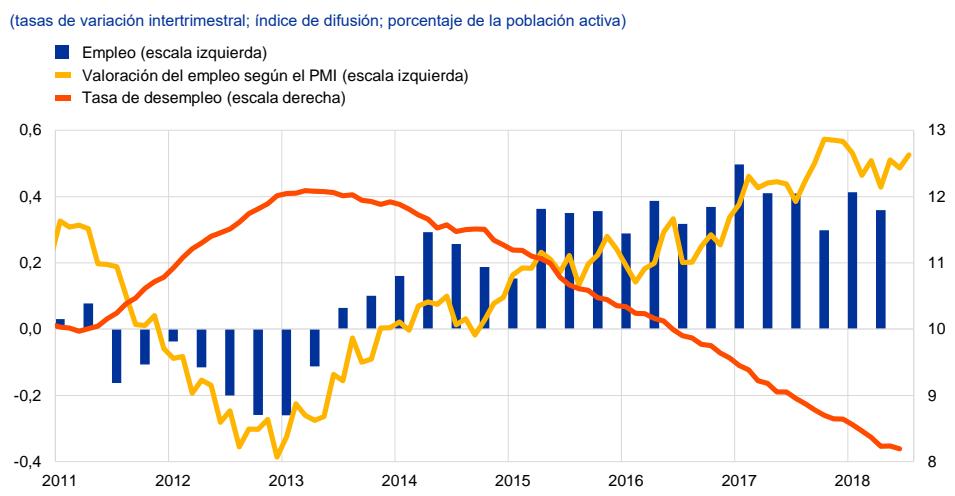
Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2018.

El crecimiento del empleo mantuvo su vigor en el segundo trimestre del año.

En el segundo trimestre de 2018, el empleo creció de nuevo, un 0,4 % en tasa intertrimestral (véase gráfico 11), y actualmente se sitúa un 2,4 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. El avance del empleo fue generalizado en los distintos países y sectores. En términos acumulados, el número de personas ocupadas en la zona del euro aumentó en 9,2 millones desde el mínimo registrado en el empleo en el segundo trimestre de 2013. Las horas trabajadas por ocupado se incrementaron un 0,3 % en el segundo trimestre, tras el descenso del primer trimestre. Hasta ahora, las horas medias trabajadas durante la recuperación han permanecido prácticamente estables, lo que refleja sobre todo el impacto de diversos factores estructurales, como la gran proporción de trabajadores a tiempo parcial sobre el empleo total y otros efectos de composición.

Los indicadores de corto plazo apuntan a que el mercado de trabajo

mantendrá su fortaleza en el tercer trimestre de 2018. La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 8,2 % en julio, el nivel más bajo desde noviembre de 2008. Los indicadores de opinión han registrado cierta moderación desde cotas muy elevadas, pero siguen señalando un crecimiento continuado del empleo en el tercer trimestre de 2018. Pese a mostrar una ligera moderación en algunos sectores y países, los indicadores de escasez de mano de obra permanecen en niveles muy altos en términos históricos.

Gráfico 11**Empleo en la zona del euro, valoración del empleo según el índice PMI y desempleo**

Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El Índice de directores de compras (PMI) está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2018 para el empleo, a agosto de 2018 para el PMI y a julio de 2018 para la tasa de desempleo.

La evolución del consumo privado sigue estando impulsada por la recuperación del mercado de trabajo y por el fortalecimiento de los balances de los hogares.

En el segundo trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento algo más vigoroso en el primer trimestre. La evolución más reciente del comercio minorista y de las matriculaciones de automóviles está básicamente en consonancia con un crecimiento sostenido del consumo en el futuro próximo. Desde una perspectiva de más largo plazo, el incremento de las rentas del trabajo está respaldando el sólido dinamismo del gasto en consumo, que se refleja también en la elevada confianza de los consumidores. Además, el fortalecimiento de los balances de los hogares sigue siendo un factor importante para el crecimiento sostenido del consumo, ya que la solvencia de las familias es un determinante clave de su acceso al crédito. Es poco probable que las recientes subidas de los precios del petróleo reduzcan de forma significativa el crecimiento de la renta real disponible y del consumo privado (véase recuadro 3).

Se espera que la recuperación sostenida de los mercados de la vivienda continúe sustentando el crecimiento, aunque a un ritmo más moderado. La inversión residencial se incrementó un 0,8 % en el segundo trimestre de 2018, reflejando la continuación de la recuperación en muchos países de la zona del euro y en la zona en su conjunto. Los indicadores coyunturales y los resultados de las encuestas publicados recientemente señalan un impulso positivo, pero cada vez menor. La producción del segmento de construcción de edificios volvió a repuntar y casi alcanzó el nivel más alto de los últimos siete años en junio, cuando aumentó 0,1 puntos porcentuales con respecto a mayo y 0,3 puntos porcentuales en términos intertrimestrales. Los indicadores de confianza de la construcción de la Comisión Europea de los últimos meses apuntan a un dinamismo positivo, aunque más moderado, en el tercer trimestre de 2018. En cambio, el índice de directores de compras (PMI) de producción de la construcción cayó hasta situarse en 50,3 en julio, el menor ritmo de avance en 21 meses, pero aumentó

nuevamente hasta un valor de 51,0 en agosto. El componente de vivienda descendió a una tasa más elevada en los dos últimos meses. Con todo, tanto los índices PMI como los indicadores de confianza permanecen claramente por encima de sus medias de largo plazo.

Se espera que la inversión empresarial continúe creciendo, sustentada por las favorables expectativas de beneficios, unas condiciones de financiación acomodaticias y la necesidad de las empresas de aumentar su capacidad productiva. Se prevé que la inversión empresarial registre un sólido crecimiento, acorde con las elevadas valoraciones de las empresas. Las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro siguen respaldando la inversión, al tiempo que las condiciones de financiación favorables se reflejan en el aumento de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras. La inversión también está creciendo en sectores con restricciones de capacidad. De hecho, los fabricantes de maquinaria y bienes de equipo, por ejemplo, en el sector del transporte, están incrementando su capacidad productiva para satisfacer la creciente demanda.

Las exportaciones de la zona del euro se recuperaron ligeramente y crecieron un 0,6 % en el segundo trimestre de 2018, después del retroceso del trimestre anterior. La recuperación estuvo impulsada por las exportaciones de bienes y, en menor medida, de servicios (tasa intertrimestral del 0,7 % y del 0,3 %, respectivamente), y se debió principalmente a la reactivación de las exportaciones dentro de la zona del euro. Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona se mantuvieron contenidas, con un repunte muy ligero de las destinadas a Asia y una caída de las dirigidas a América del Norte, que contrarrestó la sólida evolución observada en trimestres anteriores. De cara al futuro, los indicadores de opinión sobre nuevos pedidos en el sector manufacturero mundial y en la zona del euro tienden a anticipar una moderación adicional del crecimiento de las exportaciones en el tercer trimestre.

En conjunto, los últimos indicadores económicos y resultados de encuestas publicados confirman el crecimiento generalizado y sostenido de la economía de la zona del euro. La producción industrial (excluida la construcción) cayó en julio, aunque se observan señales dispares entre los distintos sectores y los países más grandes de la zona del euro. En cuanto a la información procedente de las encuestas, el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea continuó descendiendo en julio y agosto, pero permanece muy por encima de su media de largo plazo. El índice PMI compuesto de producción se estabilizó durante el segundo trimestre y se mantuvo prácticamente sin cambios en julio y agosto en niveles que sugieren un crecimiento sólido y continuo.

Se espera que el crecimiento económico siga siendo sólido y generalizado.

Las medidas de política monetaria del BCE continúan respaldando la demanda interna. El consumo privado se sustenta en la mejora continua del empleo —que, a su vez, se debe, en parte, a las reformas acometidas anteriormente en los mercados de trabajo— y en el aumento de los salarios. La inversión empresarial se ve propiciada por unas condiciones de financiación favorables, la mejora de la rentabilidad de las empresas y la fortaleza de la demanda. La inversión en vivienda

sigue siendo sólida. Asimismo, se espera que la expansión de la actividad mundial continúe y apunte a las exportaciones de la zona del euro.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2 % en 2018, el 1,8 % en 2019 y el 1,7 % en 2020 (véase gráfico 12).

En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosystem de junio de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019, debido principalmente a una contribución algo menor de la demanda externa. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados. Al mismo tiempo, han adquirido mayor relevancia recientemente los riesgos relacionados con el aumento del proteccionismo, las vulnerabilidades en los mercados emergentes y la volatilidad de los mercados financieros.

Gráfico 12

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 13 de septiembre 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.

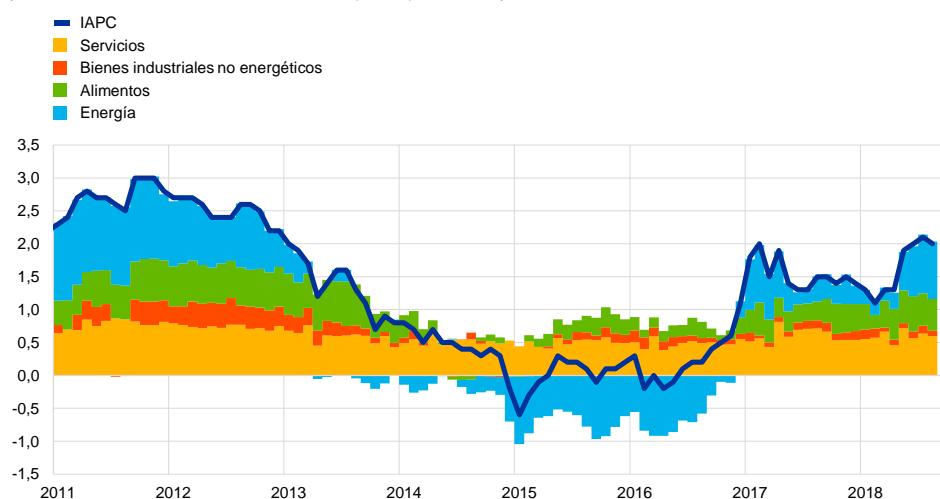
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo ligeramente hasta situarse en el 2 % en agosto de 2018, desde el 2,1 % registrado en julio. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen, en general, contenidos, han aumentado desde los mínimos observados anteriormente. Las presiones de costes de origen interno están intensificándose y generalizándose en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensiones en los mercados de trabajo, que están impulsando el crecimiento de los salarios. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente repunte hacia finales de año y que, a partir de entonces, se incremente de forma gradual en el medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica y el mayor crecimiento de los salarios. En general, este análisis se refleja también en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 1,7 % en 2018, 2019 y 2020, sin variación con respecto a las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2018.

La inflación general retrocedió ligeramente en agosto. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta situarse en el 2 % en agosto de 2018, desde el 2,1 % registrado en julio (véase gráfico 13). Esta evolución reflejó la disminución de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), pero también el menor ritmo de avance de los precios de la energía. Sin embargo, en conjunto, el componente de precios energéticos, que registró tasas de variación de alrededor del 9 %, continuó contribuyendo sustancialmente a la inflación general, impulsado por las subidas de los precios del petróleo durante los últimos meses y por los efectos de comparación.

Gráfico 13

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)



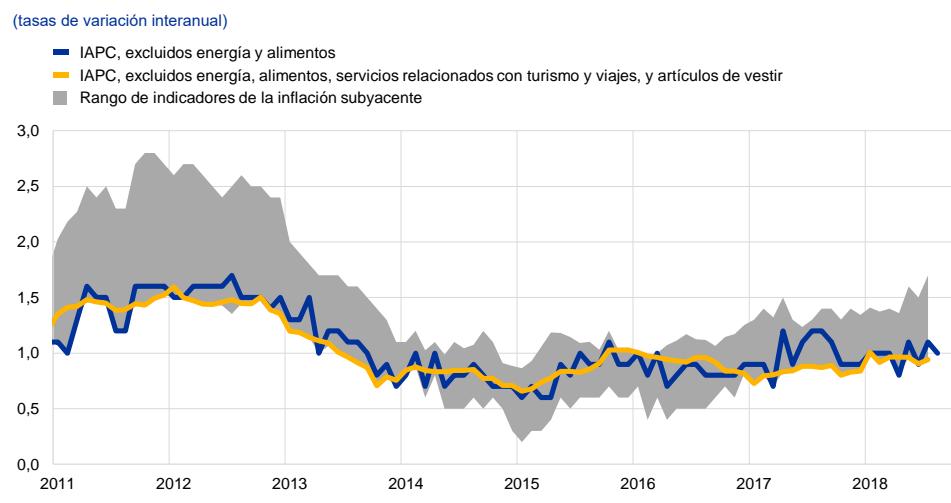
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron, en general, contenidos, aunque en una senda de mejora gradual. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1 % en agosto, frente al 1,1 % registrado en julio. Las tasas de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios contribuyeron a la reducción de la inflación medida por el IAPCX en agosto. Sobre la base de la información disponible, los ligeros descensos se deben, al menos en parte, a factores transitorios, como la volatilidad causada por los efectos de calendario en los servicios relacionados con turismo y viajes, o la registrada en los artículos de vestir como consecuencia de la variación en las fechas de las rebajas de verano. Al margen de las fluctuaciones intermensuales, las distintas medidas de inflación subyacente muestran una senda ascendente desde los mínimos observados en 2016 (véase gráfico 14). Más adelante, es probable que las anteriores subidas de los precios de la energía contribuyan también al alza de los indicadores de la inflación subyacente, dado el papel preponderante de la energía en la producción de otros bienes y servicios. Estos efectos indirectos sobre la inflación tardan más tiempo en manifestarse que el efecto directo sobre los componentes energéticos del IAPC —como los combustibles para transporte o para calefacción—, ya que tienen que filtrarse a través de las cadenas de producción².

² Para más información, véase el recuadro titulado «[Efectos indirectos de la evolución de los precios del petróleo sobre la inflación de la zona del euro](#)», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2014.

Gráfico 14
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 la energía y los alimentos no elaborados; 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 ponderada del IAPC. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2018 (estimación de avance) para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a julio de 2018 para el resto de los indicadores.

Las presiones inflacionistas sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC continuaron creciendo gradualmente. Aunque factores de carácter transitorio contribuyeron a la desaceleración del ritmo de avance de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos, desde el 0,5 % en julio hasta el 0,3 % en agosto, las presiones a lo largo del proceso de formación de precios siguieron aumentando. La tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se incrementó desde el 0,5 % registrado en junio hasta el 0,6 % en julio, el nivel más elevado desde finales de 2012, que marca la continuación del repunte gradual desde los mínimos de alrededor del 0 % observados en 2016. La inflación de los precios de importación registró tasas cada vez menos negativas a partir de mayo de 2018 y en julio se situó en el 0 %, reduciendo así la presión a la baja ejercida por este elemento del proceso global de formación de precios de bienes industriales no energéticos. En cuanto a los bienes intermedios, en fases posteriores de la cadena de producción, la tasa de avance de los precios de producción aumentó desde el 3 % en junio hasta el 3,2 % en julio, mientras que la correspondiente a los precios de importación se incrementó del 3 % al 3,4 %.

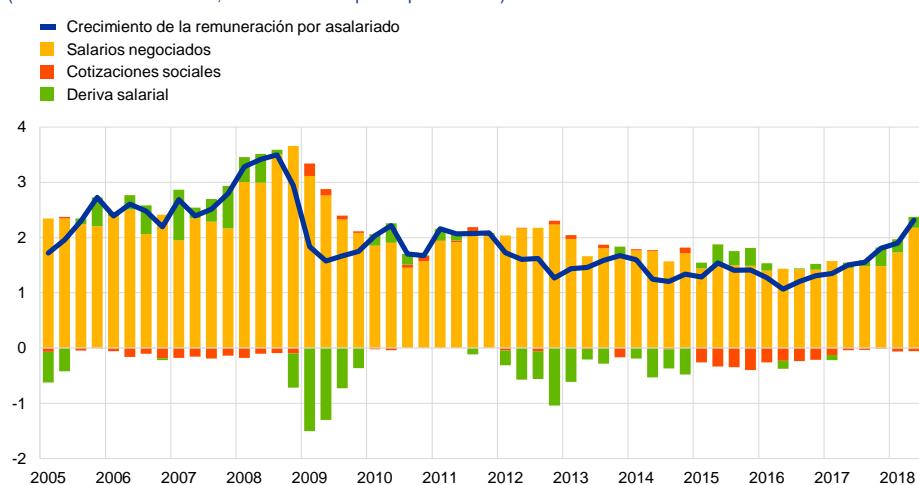
La evolución reciente del crecimiento de los salarios señala una tendencia continuada al alza y corrobora la percepción de una acumulación gradual de presiones internas de costes. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado ascendió al 2,3 % en el segundo trimestre de 2018, frente al 1,9 % del primer trimestre de 2018 y al 1,8 % del cuarto trimestre de 2017, y se sitúa ahora en un nivel considerablemente superior al registrado en el primer semestre de 2016 (véase gráfico 15). Su reciente incremento se debe, sobre todo, al aumento de la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados, que fue del 2,2 % en el segundo trimestre de 2018, frente al 1,7 % del primer trimestre de 2018 y el 1,5 % de los dos últimos trimestres de 2017. De cara al futuro, los convenios

colectivos y la generalización del crecimiento salarial en los distintos sectores refuerzan la expectativa de un nuevo repunte de los salarios. En conjunto, el reciente avance de los salarios está en consonancia con la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, al empezar a desaparecer los factores que estaban lastrando su crecimiento, entre ellos, la baja inflación registrada anteriormente y el efecto de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis.

Gráfico 15

Contribución de los componentes de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2018.

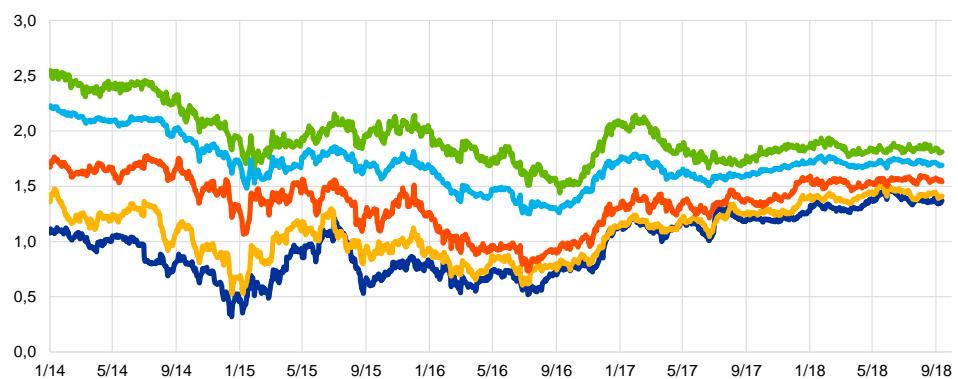
Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables. El 12 de septiembre de 2018, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,69 % (véase gráfico 16). El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de inflación reducida, y un retorno solo muy gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 %. La probabilidad neutral al riesgo, implícita en los mercados de opciones de inflación, de que la inflación media sea negativa en los cinco próximos años 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 tercer trimestre de 2018, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables en el 1,9 %.

Gráfico 16

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

- Tasa a un año dentro de un año
- Tasa a un año dentro de dos años
- Tasa a un año dentro de cuatro años
- Tasa a un año dentro de nueve años
- Tasa a cinco años dentro de cinco años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 12 de septiembre de 2018.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2018, la inflación medida por el IAPC se mantendrá estable y la inflación subyacente aumentará de forma gradual durante el horizonte de proyección. Sobre la base de la información disponible a finales de agosto, estas proyecciones sitúan la inflación medida por el IAPC en el 1,7 %, en promedio, en cada año del horizonte de proyección, sin variación con respecto a las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2018 (véase gráfico 17). La trayectoria estable de las tasas medias de inflación interanual oculta un descenso de la tasa de variación interanual del componente energético a medida que desaparezcan los efectos de las anteriores subidas de los precios del petróleo, que se compensa con el alza gradual de la inflación subyacente conforme se acentúen las restricciones de oferta. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance del 1,1 % en 2018 al 1,5 % en 2019 y al 1,8 % en 2020.

Gráfico 17

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

(tasas de variación interanual)

■ IAPC

■ Intervalo de proyección



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018](#)», publicado en el sitio web del BCE el 13 de septiembre de 2018.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2018 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2020 (proyecciones).

5

Dinero y crédito

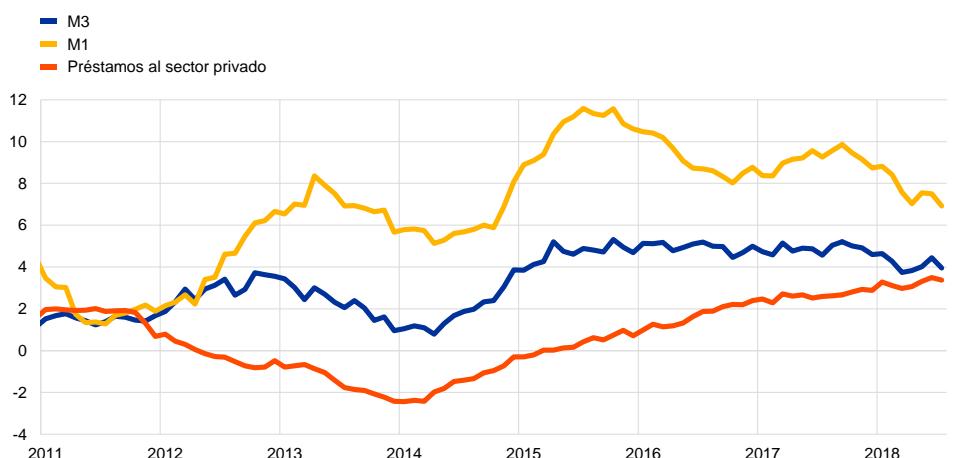
El crecimiento del agregado monetario amplio se moderó en julio de 2018, en el contexto de la reducción de las adquisiciones netas mensuales realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). Los préstamos al sector privado continuaron creciendo sin mostrar ninguna señal de ralentización. Asociado a esta evolución, el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras aumentó considerablemente en el segundo trimestre de 2018.

El crecimiento del agregado monetario amplio se redujo en julio. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 4 % en julio de 2018, desde el 4,5 % registrado en junio (véase gráfico 18). Esta evolución refleja, en parte, una ligera volatilidad de los flujos mensuales recientes y efectos de comparación. Además, la reducción de las compras netas de activos (de 80 mm a 60 mm de euros en abril de 2017 y, posteriormente, a 30 mm de euros en enero de 2018) supuso que el impacto positivo del APP en el crecimiento de M3 fuera menor³. La tasa de crecimiento interanual de M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, volvió a contribuir significativamente al avance del agregado monetario amplio, pero se moderó hasta el 6,9 % en julio (frente al 7,5 % de junio). La expansión monetaria siguió recibiendo el respaldo del crecimiento económico sostenido y del bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy bajos.

Gráfico 18

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

Los depósitos a la vista volvieron a ser el componente que más contribuyó al crecimiento de M3. Su tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 7,5 % en julio (desde el 8,2 % de junio). En concreto, la tasa de avance de los depósitos a la vista de las instituciones financieras no monetarias, que tiende a ser bastante volátil,

³ Véase el artículo titulado «[The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

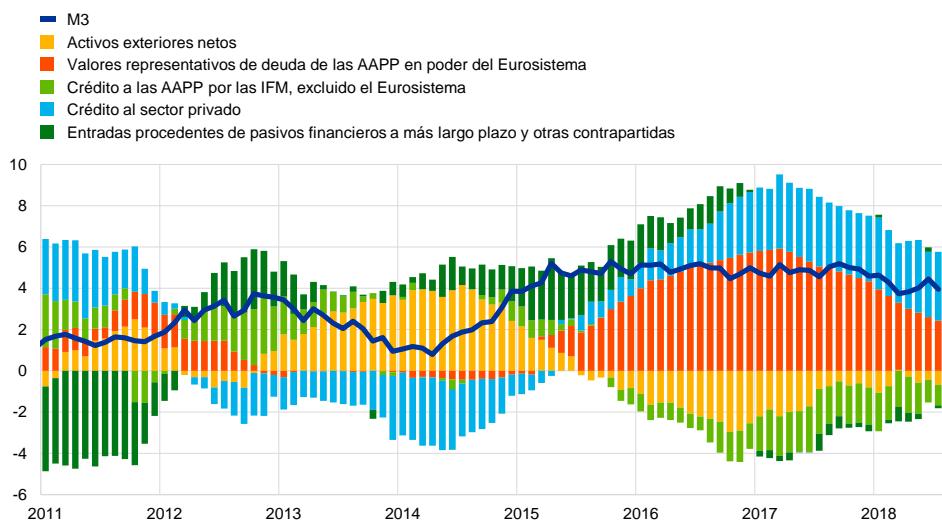
experimentó una acusada caída. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras también disminuyó, mientras que, en el caso de los hogares, se mantuvo prácticamente sin variación. El ritmo de avance interanual del efectivo en circulación permaneció estable y no indicó ninguna tendencia del 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 negativa al agregado M3, pese a la estabilización del diferencial de tipos entre los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos a la vista desde finales de 2017. Los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2)—un pequeño componente de M3— registraron un descenso adicional dada su reducida remuneración actual.

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 19). En lo que respecta a las contrapartidas, la aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosystema volvió a disminuir (véanse las partes de color rojo de las barras del gráfico 19), en el contexto de la citada reducción de las adquisiciones netas mensuales en el marco del APP. La menor contribución al crecimiento de M3 de las adquisiciones de activos por parte del Eurosystema se vio amortiguada por una aportación bastante constante y robusta del crédito al sector privado desde finales de 2017 (véanse las partes de color azul de las barras del gráfico 19). En este concepto se incluyen los préstamos otorgados por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado de la zona del euro, excluidas las IFM. Por tanto, también comprende la provisión de crédito mediante las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosystema en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM en poder de residentes en la zona del euro distintos de IFM contribuyó positivamente al crecimiento de M3 (se incluyen junto a otras contrapartidas en las partes de color verde oscuro de las barras del gráfico 19). Esta evolución está relacionada con la sustitución de las fuentes de financiación por fondos más atractivos procedentes de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) y las compras de bonos garantizados por parte del Eurosystema en el marco del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados. El crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosystema, continuó frenando el crecimiento de M3 (véanse las partes de color verde claro de las barras del gráfico 19). Por último, los activos exteriores netos de las IFM (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 19) siguieron lastrando el crecimiento interanual de M3.

Gráfico 19

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

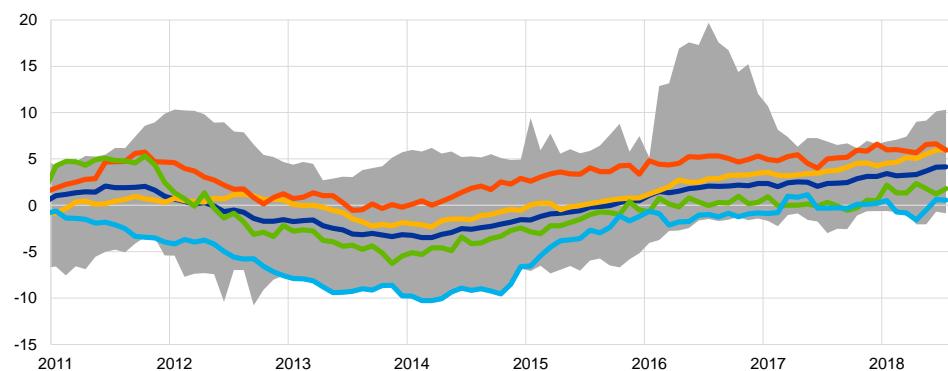
La recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014 prosigue. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) fue del 3,4 % en julio, frente al 3,5 % de junio (véase gráfico 18). Por sectores, el ritmo de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras se mantuvo estable en el 4,1 % en julio, habiéndose recuperado significativamente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014, aunque continuó siendo dispar entre países (véase gráfico 20). El aumento de estos préstamos se sustenta en las condiciones de financiación muy favorables y en la sólida expansión de la inversión empresarial. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares permaneció sin variación en el 3 % en julio, con una acusada heterogeneidad entre países (véase gráfico 21). Estos préstamos se apoyan en las condiciones de financiación muy favorables, la mejora de los mercados de trabajo, la madurez de los mercados de la vivienda y el crecimiento de la inversión residencial y del consumo privado. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, en la mejora de su rentabilidad y en la reducción de los préstamos dudosos, aunque el nivel de estos últimos sigue siendo elevado en algunos países.

Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Dispersión entre países



Fuente: BCE.

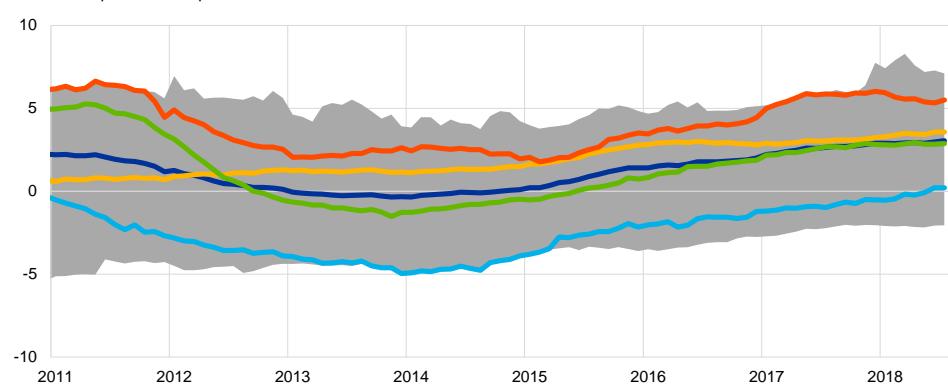
Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de tesorería. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a julio de 2018.

Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Dispersión entre países



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones y otras transferencias. 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 julio de 2018.

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

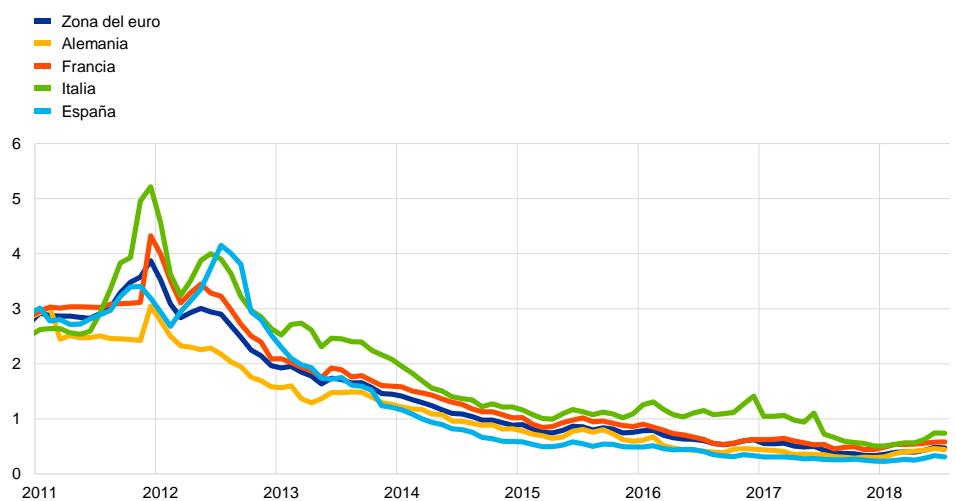
En julio, el coste sintético de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro mediante deuda se mantuvo prácticamente sin variación (véase gráfico 22). Esta evolución fue reflejo de la estabilización de la rentabilidad de los bonos bancarios y de la invariabilidad del coste de la financiación mediante

depósitos. Los costes medios de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro han aumentado desde principios de 2018. Este movimiento al alza es consecuencia, sobre todo, de la evolución de la rentabilidad de los bonos bancarios, que ha pasado a ser más dispar entre países, en el entorno de mayor incertidumbre política. En conjunto, la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, la amortización neta de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y el fortalecimiento de los balances bancarios siguieron contribuyendo a las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito.

Gráfico 22

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 julio de 2018.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron próximos a sus mínimos históricos.

Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 23) se redujeron al 1,64 % en julio, un nivel cercano al mínimo histórico del 1,62 % observado en mayo de 2018, y los de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (véase gráfico 24) permanecieron prácticamente sin variación en el 1,81 %, solo algo por encima del mínimo histórico del 1,78 % registrado en diciembre de 2016. En conjunto, los tipos sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido significativamente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014, lo que señala una mejora 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 citado anteriormente ha favorecido la reducción de los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron 129 puntos básicos y 110 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no

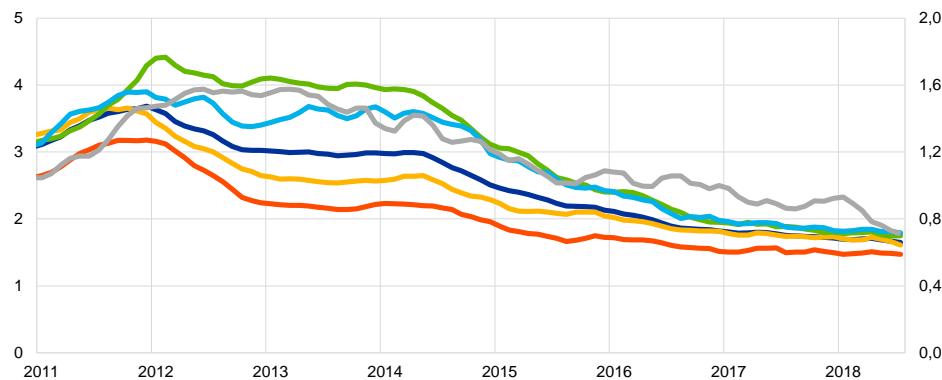
financieras, esta disminución fue particularmente pronunciada en los países de la zona del euro más afectados por la crisis financiera, lo que se ha traducido en una transmisión más homogénea de la política monetaria. En ese mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 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 23

Tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras

(porcentajes; medias móviles de tres meses)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Desviación típica entre países (escala derecha)



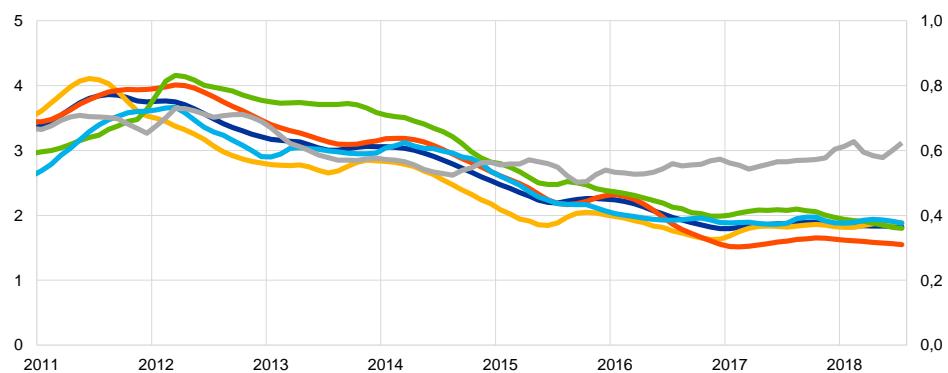
Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a julio de 2018.

Gráfico 24**Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda**

(porcentajes; medias móviles de tres meses)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Desviación típica entre países (escala derecha)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a julio de 2018.

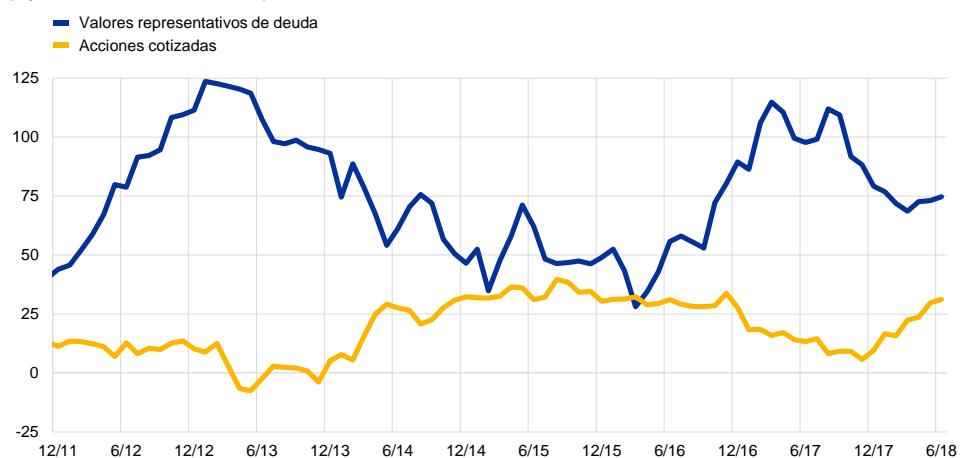
Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó considerablemente en el segundo trimestre de 2018. Esta evolución refleja, sobre todo, un nuevo fortalecimiento de la dinámica del crédito bancario, respaldada, entre otros factores, por la relajación continuada de los criterios de aprobación y por la reducción del coste relativo de la financiación bancaria. 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 la transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas (con la mejora de las condiciones del crédito) y en las necesidades de financiación derivadas del mayor número de fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, el elevado volumen de beneficios no distribuidos de estas sociedades ha reducido la necesidad de financiación externa.

En el segundo trimestre de 2018, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras estuvieron más contenidas que en el primer trimestre del año. En términos de flujos mensuales, en el segundo trimestre de 2018, las emisiones netas mantuvieron su intensidad en abril y en mayo, pero pasaron a ser negativas en junio, ya que las amortizaciones fueron superiores a las emisiones brutas. En términos de flujos interanuales (véase gráfico 25), las emisiones netas de valores representativos de deuda se estabilizaron en torno a los niveles alcanzados a principios del año, mientras que las emisiones netas de acciones cotizadas continuaron aumentando. Los datos de mercado sugieren que la actividad emisora en julio y en agosto estuvo en consonancia con los patrones estacionales históricos. Sin embargo, las emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras crecieron de forma considerable en el segundo trimestre de 2018.

Gráfico 25

Emisiones netas de valores representativos de deuda y de acciones cotizadas por parte de sociedades no financieras de la zona del euro

(flujos interanuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Cifras mensuales basadas en un período móvil de doce meses. La última observación corresponde a junio de 2018.

El coste de financiación de las sociedades no financieras se mantuvo próximo a los favorables niveles registrados a principios del año. 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, fue del 4,4 % en julio, prácticamente sin variación con respecto a junio de 2018, y se estima que permaneció estable en agosto. El coste actual de la financiación externa se sitúa solo alrededor de 37 puntos básicos por encima del mínimo histórico de julio de 2016 y, por tanto, sigue estando 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.

6

Evolución de las finanzas públicas

Se espera que el déficit presupuestario de la zona del euro siga reduciéndose durante el horizonte de proyección (2018-2020), debido principalmente a las condiciones cíclicas favorables y a la disminución de los pagos por intereses, a medida que la deuda de elevado coste continúe sustituyéndose por deuda nueva emitida a unos tipos de interés más bajos. Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea básicamente neutral en 2018 y ligeramente expansiva en 2019, antes de retornar a niveles prácticamente neutrales en 2020. Aunque la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro seguirá descendiendo, se mantendrá en niveles elevados. En particular, los países con altos niveles de deuda se beneficiarían de la realización de esfuerzos de consolidación adicionales para situar su ratio de deuda pública en una firme senda descendente.

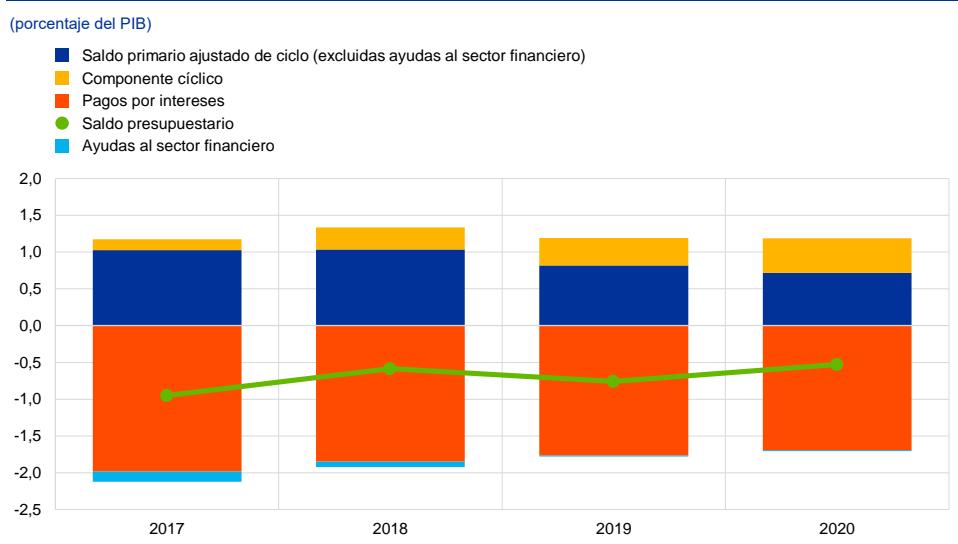
Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continúe disminuyendo durante el horizonte de proyección (2018-2020). Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2018⁴, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá desde el 1 % del PIB en 2017⁵ hasta el 0,5 % del PIB en 2020. Se espera que esta mejora se vea interrumpida temporalmente en 2019, aunque debido únicamente a factores de carácter transitorio. La mejora general de las perspectivas de las finanzas públicas está impulsada principalmente por la evolución cíclica favorable y por la disminución de los pagos por intereses. Esta mejora se verá contrarrestada, en parte, por una reducción del saldo primario ajustado de ciclo en 2019 y 2020 (véase gráfico 26). En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosystema de junio de 2018, las perspectivas relativas al déficit de las Administraciones Públicas de la zona de euro se mantienen prácticamente sin cambios.

⁴ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018», BCE, 2018.

⁵ Como las proyecciones suelen tener en cuenta las revisiones más recientes de los datos, podría haber diferencias con respecto a los datos validados más recientes de Eurostat.

Gráfico 26

Saldo presupuestario y sus componentes



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

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será básicamente neutral en 2018 y ligeramente expansiva en 2019, antes de retornar a niveles prácticamente neutrales en 2020⁶. Se espera que la reducción de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales contribuya al ligero tono expansivo de la política fiscal en su conjunto durante todo el horizonte de proyección, y, especialmente, en 2019.

Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe disminuyendo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2018 apuntan a que la deuda agregada de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 86,6 % de 2017⁷ hasta el 80,6 % en 2020. La reducción proyectada de la deuda pública se sustenta tanto en el diferencial entre tipos de interés y crecimiento como en los superávits primarios (véase gráfico 27). No obstante, se prevé que los ajustes entre déficit y deuda compensen algunos de estos efectos. En comparación con las proyecciones de junio de 2018, se espera que el descenso de la ratio deuda/PIB de la zona del euro sea algo más moderado, debido fundamentalmente a un diferencial entre tipos de interés y crecimiento más elevado, que solo se verá contrarrestado parcialmente por el aumento de los superávits primarios. Según las proyecciones, las perspectivas relativas a la deuda mejorarán en la mayoría de los países de la zona del euro, aunque en algunos de

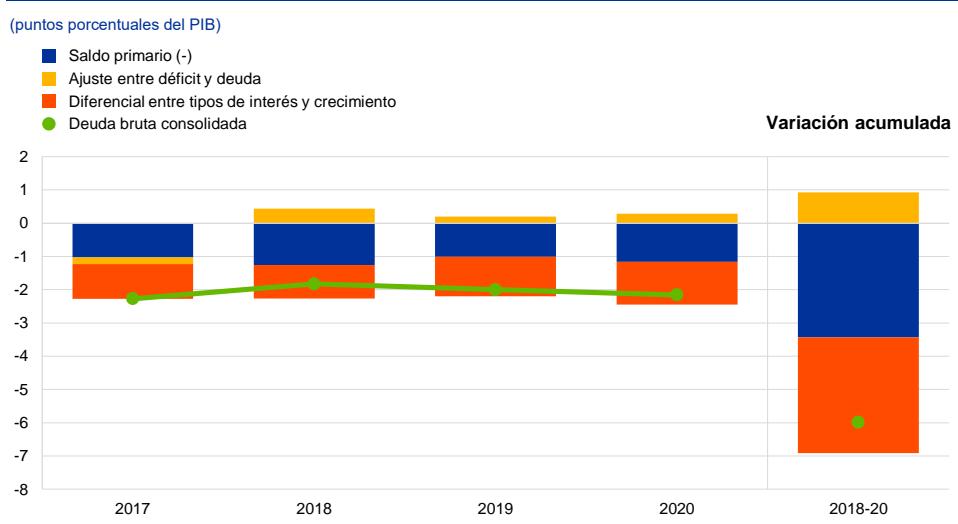
⁶ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación del saldo estructural primario, es decir, la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas 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.

⁷ Como las proyecciones suelen tener en cuenta las revisiones más recientes de los datos, podría haber diferencias con respecto a los datos validados más recientes de Eurostat.

ellos los niveles de deuda seguirán superando considerablemente el valor de referencia del 60 % del PIB.

Gráfico 27

Factores determinantes de la variación de la deuda pública



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2018.
Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

Los países han de continuar aplicando ajustes fiscales, cumpliendo

íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en los países con niveles de deuda elevados, para que la ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente, ya que el alto endeudamiento de estos países les hace particularmente vulnerables a recesiones futuras o a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros. Un factor que ha contribuido significativamente al aumento de los niveles de deuda son las medidas de apoyo al sector financiero adoptadas en diversos países. En el recuadro 4 de este Boletín Económico se muestra que aunque parece que el impacto de este apoyo sobre la deuda alcanzó ya su nivel máximo, continúan sintiéndose los efectos. Además, los pasivos contingentes atribuidos al sector financiero siguen siendo elevados en diversos países, lo que subraya la necesidad de adoptar políticas fiscales prudentes en el futuro, así como la importancia de reforzar el marco institucional en la zona del euro.

Recuadros

1 Implicaciones macroeconómicas del aumento del proteccionismo

Allan Gloe Dizioli y Björn van Roye

El panorama del comercio mundial ha cambiado rápidamente en los últimos meses. Los anuncios de aranceles por parte de la Administración estadounidense y las represalias de sus socios comerciales han generado inquietud sobre una posible «guerra comercial» y, potencialmente, una reversión más general del proceso de globalización. El 1 de marzo, la Administración de Estados Unidos anunció la imposición de aranceles a las importaciones de acero —del 25 %— y de aluminio —del 10 %— procedentes de una amplia variedad de países. La primera ronda de aranceles a las importaciones de China relacionadas con las transferencias de tecnología entró en vigor el 6 de julio y, seguidamente, las autoridades de este país anunciaron medidas similares en represalia. La Administración estadounidense respondió a su vez con la amenaza de imponer aranceles adicionales. Paralelamente, la UE y Canadá aplicaron medidas de represalia por los aranceles impuestos por Estados Unidos sobre el acero y el aluminio. Por último, la Administración estadounidense inició una nueva investigación sobre las importaciones de automóviles, camiones y componentes de automóviles (para determinar sus efectos sobre la seguridad nacional), que podría traducirse en nuevos aranceles. Sin embargo, últimamente también se han observado algunas señales de reducción de las tensiones comerciales a raíz de una reunión celebrada entre representantes de Estados Unidos y de la UE, así como del nuevo NAFTA (Tratado de Libre Comercio de América del Norte) negociado entre Estados Unidos y México.

En este recuadro se examina el posible impacto de una hipotética escalada de las tensiones comerciales sobre la economía mundial. Concretamente, se analizan los canales a través de los cuales el proteccionismo podría incidir en la economía y se cuantifica el posible impacto global. Esta cuantificación se basa en el modelo global del BCE⁸ y en el modelo monetario y fiscal integrado mundial (GIMF, por sus siglas en inglés) del FMI⁹, que es un modelo multipaís y multisectorial. Como sucede con todos los modelos, dada la incertidumbre inherente, las estimaciones obtenidas de estos escenarios deben tratarse con cautela, pero pueden utilizarse como medida aproximada de los canales que intervienen.

A corto plazo, los efectos directos de las subidas arancelarias sobre la actividad económica del país que impone los aranceles dependen de dos canales principales: el canal de la reorientación del gasto —que afecta positivamente al PIB— y el canal de la renta agregada —que tiene un impacto negativo—.

⁸ Véase A. Dieppe, G. Georgiadis, M. Ricci, I. Van Robays y B. van Roye, «ECB-Global: Introducing the ECB's global macroeconomic model for spillover analysis», *Economic Modelling*, vol. 72, junio de 2018, pp. 78-98.

⁹ Véase M. Kumhof, D. Laxton, D. Muir y S. Mursula, «The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure», *IMF Working Papers*, n.º 10/34, febrero de 2010.

Por un lado, el incremento de los aranceles a las importaciones podría debilitar el poder adquisitivo de los hogares al disminuir la renta real disponible, desincentivando así la inversión y el consumo internos y reduciendo el PIB. Por otro lado, la subida de los precios de los bienes importados podría inducir a los consumidores y a las empresas a optar por bienes producidos internamente, aumentando de esta forma la demanda interna y moderando las importaciones. La importancia relativa de los dos canales y, por consiguiente, su impacto combinado sobre el PIB, depende esencialmente del grado de sustituibilidad entre los bienes producidos internamente y los importados. Cuanto mayor sea la sustituibilidad, menos costoso le resultará al consumidor pasar a consumir bienes internos, otorgando mayor fuerza al canal de la reorientación del gasto. Sin embargo, si la subida arancelaria se aplica a los bienes intermedios, puede aumentar también el coste de la producción interna y hacer que se posponga la inversión. Al mismo tiempo, las represalias comerciales pueden reducir las exportaciones y agravar el efecto negativo de los conflictos comerciales.

Los efectos negativos indirectos derivados del deterioro de la confianza de los consumidores y de las empresas podrían amplificar el impacto sobre la actividad económica. El impacto directo sobre el comercio no tiene en cuenta otros posibles efectos sobre la confianza ni las tensiones en el sector financiero derivadas del aumento de la incertidumbre acerca de las políticas futuras. La incertidumbre y los efectos confianza pueden incidir de forma muy negativa sobre la actividad económica y la inversión a escala mundial. Las decisiones de inversión de las empresas dependen no solo de la política comercial vigente, sino también de las políticas comerciales futuras de Estados Unidos e internacionales. Del mismo modo, la incertidumbre acerca de las políticas comerciales futuras podría repercutir en el comportamiento de consumo de los hogares. A medida que crece la preocupación por las implicaciones negativas del creciente proteccionismo, es posible que los hogares aumenten el ahorro por motivo de precaución y aplacen el consumo. Asimismo, puede que los mercados financieros respondan a los efectos reales negativos. Un cambio brusco en las políticas comerciales podría servir de catalizador del ajuste de los precios de las acciones y de los bonos, lo que potenciaría los efectos descritos anteriormente.

Las medidas proteccionistas adoptadas hasta ahora solo tendrán un efecto marginal sobre la actividad económica global, dado que afectan a productos que representan únicamente una pequeña parte del comercio internacional. Las medidas muy selectivas aplicadas hasta el momento, como los aranceles impuestos sobre el acero (25 %), el aluminio (10 %) e importaciones entre China y Estados Unidos por valor de 50 mm de dólares estadounidenses (25 %), solo constituyen una reducida proporción del comercio mundial. Asimismo, la respuesta de los mercados financieros y de la confianza de las empresas y de los consumidores está siendo limitada por ahora.

No obstante, una escalada de las tensiones comerciales podría tener efectos adversos significativos a escala global, como se muestra en un escenario hipotético en el que Estados Unidos incrementa en 10 puntos porcentuales los aranceles aplicados a todas las importaciones y sus socios comerciales

responden con una subida arancelaria idéntica sobre los bienes importados de dicho país¹⁰. En el modelo GIMF el canal directo descrito antes se simula como una imposición generalizada de aranceles del 10 % por parte de Estados Unidos a las importaciones de bienes finales e intermedios procedentes de todos los socios comerciales, quienes, a su vez, responden con la imposición de aranceles equivalentes a las exportaciones estadounidenses (pero no a los intercambios entre ellos). Dado que resulta sumamente difícil reflejar los efectos indirectos a través de la confianza derivados de esos aranceles a las importaciones, para simplificar, se supone que las primas de riesgo de los bonos aumentan en 50 puntos básicos y los mercados de renta variable disminuyen en dos desviaciones típicas en todos los países. En el caso de Estados Unidos, estos supuestos implican una caída del 16 % en el mercado bursátil. Aunque esto genere una volatilidad elevada en los mercados financieros, sigue siendo inferior a la registrada en el punto álgido de la crisis financiera global (cuarto trimestre de 2008), cuando el índice S&P 500 cayó un 28 % y las primas de riesgo de los bonos se incrementaron en 230 puntos básicos.

En nuestras simulaciones, también se han tomado algunas decisiones de modelización importantes. En primer lugar, se parte del supuesto de que los conflictos comerciales solo duran dos años¹¹. En segundo lugar, se asume que los ingresos fiscales adicionales generados por las subidas de los aranceles se destinan a reducir los déficits presupuestarios, en lugar de respaldar la demanda. En tercer lugar, se supone que la política monetaria y los tipos de cambio reaccionan de forma endógena en todos los países¹². En cuarto lugar, los efectos confianza se modelizan como variaciones de las primas de riesgo de los bonos y de las acciones.

Por último, en todos los escenarios los supuestos sobre la forma de la represalia influyen de manera fundamental en la transmisión de los shocks. Por ejemplo, si se produce una escalada de los conflictos comerciales entre China y Estados Unidos y no se ve involucrado ningún otro país, entran en juego los efectos de desviación del comercio. En este escenario, las subidas arancelarias encarecen los bienes estadounidenses en China y los bienes chinos en Estados Unidos. Como resultado, los bienes de terceros países, que no participan en el conflicto comercial, ganan en competitividad frente a los bienes estadounidenses en China y los bienes chinos en Estados Unidos. La medida en la que un tercer país se beneficia de esta desviación del comercio depende de la facilidad con la que un país pueda sustituir los productos importados de distintos países. Una sustituibilidad más baja se traduciría en una menor desviación del comercio. Este efecto también depende de si el tipo de cambio varía en consonancia con las predicciones del modelo.

¹⁰ Los dos escenarios son independientes, por lo que el arancel del 10 % se aplica asimismo a las importaciones de acero y de aluminio.

¹¹ Esta decisión de modelización se basa en consideraciones técnicas. Al suponer que los aranceles son transitorios, se hace una aproximación del comportamiento «miope».

¹² En el caso de los países en los que los tipos de interés incumplen el límite inferior cero, los tipos negativos pueden interpretarse como tipos de interés implícitos, que reflejan medidas de política monetaria no convencionales.

El canal del comercio

El diseño de este escenario sugiere efectos negativos significativos sobre Estados Unidos. El canal directo del comercio reduce la actividad económica estadounidense en un 1,5 % en el primer año (véanse las barras azules del gráfico A). La disminución de las importaciones de Estados Unidos y el aumento de las cuotas de mercado de los productores estadounidenses dentro de su mercado nacional se ven contrarrestados por un descenso mayor de las exportaciones. Los resultados de las estimaciones indican que la posición exportadora neta de Estados Unidos se deterioraría notablemente. En este modelo, las empresas estadounidenses también invierten menos y contratan a menos trabajadores, lo que amplifica el efecto negativo sobre la economía del país al reducirse la demanda interna. El ajuste gradual y la sustitución en favor de la producción interna compensan solo de forma limitada con el paso del tiempo, y el impacto comercial directo derivado del incremento de los aranceles sigue traduciéndose en un descenso del PIB del 1 % en el tercer año de la simulación.

En cambio, en China el efecto comercial sobre el PIB es ligeramente positivo al principio, aunque los beneficios disminuyen con el tiempo. En el primer año de la simulación, caen la inversión y el consumo internos en China. Sin embargo, estos efectos negativos se ven compensados con creces por la mejora de la posición exportadora neta de China: Estados Unidos importa menos bienes chinos, pero este descenso queda amortiguado por la desviación del comercio a terceros países, donde los exportadores chinos aumentan su cuota de mercado a costa de los exportadores estadounidenses. Con todo, estos beneficios disminuyen con el tiempo: a medida que la producción estadounidense se ajusta para responder a la subida de los aranceles, la demanda de bienes chinos cae y el incremento del PIB en China se reduce¹³.

El canal de la confianza

El deterioro de la confianza produce efectos adversos significativos en la actividad mundial. Las reacciones de los mercados financieros globales tienen un impacto significativo y de mayor alcance sobre la producción de los distintos países, y el PIB mundial cae en torno a un 0,75 % en el primer año (véanse las barras amarillas del gráfico A). El endurecimiento de las condiciones financieras reduce el PIB de Estados Unidos alrededor de un 0,7 % y el comercio mundial un 0,75 %. La mayor incertidumbre y el debilitamiento de la confianza frenan la actividad china¹⁴.

En conjunto, esto implica que la actividad económica real en Estados Unidos podría ser más de un 2 % inferior al escenario base en el primer año, y el comercio mundial podría caer hasta un 3 % con respecto al escenario base. En resumen, aunque se pueden discutir la contribución relativa de cada uno de los canales analizados

¹³ Por ejemplo, lleva algún tiempo que los productores encuentren proveedores estadounidenses de bienes intermedios que antes importaban, o que los consumidores cambien sus hábitos y empiecen a comprar bienes producidos en Estados Unidos.

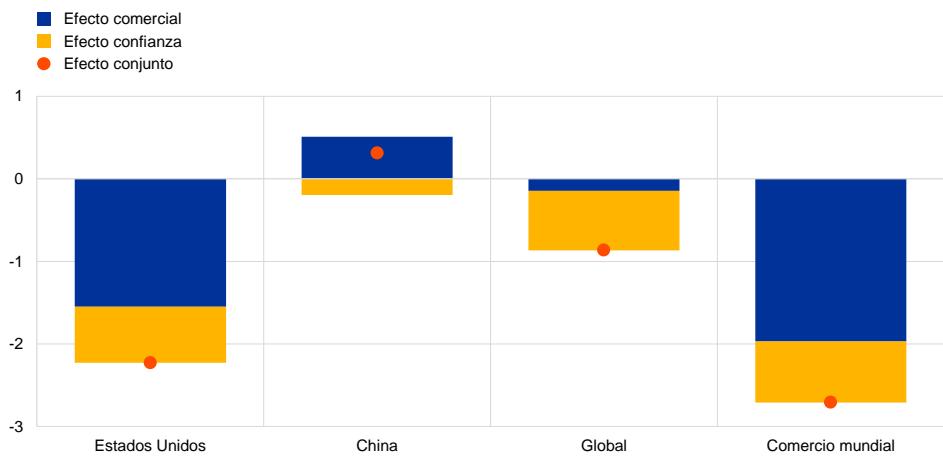
¹⁴ Se asume que la política fiscal en China reacciona de acuerdo con la regla de política fiscal estándar del modelo GIMF.

anteriormente y el efecto conjunto en la actividad económica, los resultados son inequívocos desde el punto de vista cualitativo: una economía que impone un arancel que provoca la represalia de otros países sale perdiendo claramente, ya que su nivel de vida empeora y pierde empleo.

Gráfico A

Impacto estimado de una escalada de las tensiones comerciales: efectos en el primer año

(respuesta del PIB en 2018, desviación con respecto al escenario base, porcentajes)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Los resultados son una combinación de los efectos comerciales directos derivados del modelo GIMF y los efectos confianza modelizados utilizando el modelo global del BCE.

2

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 3 de mayo y el 31 de julio de 2018

Dimitrios Rakitzis y M.^a Carmen Castillo Lozoya

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el tercer y el cuarto períodos de mantenimiento de reservas de 2018, comprendidos entre el 3 de mayo y el 19 de junio de 2018 y entre el 20 de junio y el 31 de julio 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, por sus siglas en inglés), con un objetivo de compras mensuales de 30 mm de euros, en promedio.

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 1.427,5 mm de euros, lo que representa un incremento de 64,5 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el primer y el segundo período de mantenimiento de 2018). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles en su práctica totalidad al aumento de 64,4 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra de 1.303,3 mm de euros durante el período considerado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron, en promedio, en menos de 0,1 mm de euros, situándose en 124,2 mm de euros.

El alza de los factores autónomos netos, que implica una absorción de liquidez, fue resultado de una reducción de los factores de inyección de liquidez y de un aumento de los de absorción de liquidez. La disminución de los factores de inyección de liquidez se debió, en particular, al descenso de 21,6 mm de euros que registraron los activos netos denominados en euros, que, en promedio, se situaron en 191,2 mm de euros. Este descenso fue principalmente consecuencia del incremento (de 12,8 mm de euros, en promedio) de los pasivos del Eurosistema denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro en el período analizado, que contribuyó negativamente al promedio de activos netos denominados

en euros¹⁵, y de la disminución (de 7,8 mm de euros, en promedio) de los activos financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria. Por el lado del pasivo, las variaciones más importantes estuvieron determinadas por los billetes en circulación, que experimentaron un aumento medio de 22,5 mm de euros (lo que refleja, en cierta medida, los patrones estacionales observados durante el verano), y por los depósitos de las Administraciones Públicas, que se incrementaron en 11,9 mm de euros, en promedio, hasta situarse en 239,4 mm de euros.

La volatilidad diaria de los factores autónomos prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior. Las fluctuaciones diarias de los factores autónomos se debieron principalmente a los depósitos de las Administraciones Públicas y a los activos netos denominados en euros, observándose una mayor volatilidad cerca del final del segundo trimestre de 2018 y de otras fechas de fin de mes durante el período analizado.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)

	3 de mayo a 31 de julio de 2018	31 de enero a 2 de mayo de 2018	Cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento
Factores autónomos de liquidez	2.123,9 (+43,8)	2.080,1	2.167,4 (+81,5)	2.085,9 (-16,9)
Billetes en circulación	1.176,5 (+22,5)	1.154,1	1.183,6 (+13,2)	1.170,4 (+11,3)
Depósitos de las AAPP	239,4 (+11,9)	227,5	263,8 (+45,7)	218,0 (-29,5)
Otros factores autónomos	708,0 (+9,4)	698,6	720,0 (+22,5)	697,5 (+1,3)
Cuentas corrientes	1.331,9 (+27,3)	1.304,6	1.306,7 (-47,3)	1.353,9 (+58,6)
Instrumentos de política monetaria	780,1 (-20,4)	800,5	776,5 (-6,7)	783,2 (-9,2)
Exigencias de reservas mínimas ¹	124,2 (+0,0)	124,2	124,7 (+0,9)	123,8 (-0,7)
Facilidad de depósito	655,9 (-20,4)	676,4	651,8 (-7,7)	659,5 (-8,5)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0 (+0,0)	0,0	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)

¹⁵ Los pasivos del Eurosistema denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro corresponden principalmente a depósitos denominados en euros en cuentas mantenidas por bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro en el Eurosistema. Los saldos a fin de trimestre y, en menor medida, a fin de mes, suelen verse afectados por los incrementos de estos depósitos, ya que los bancos comerciales son más reticentes a aceptar efectivo, tanto en el mercado de operaciones con garantía como en el de operaciones sin garantía, antes de las fechas de presentación de los balances. Por ejemplo, el 29 de marzo de 2018, los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro aumentaron hasta alcanzar los 339,8 mm de euros, en comparación con el importe medio de 270,4 mm de euros registrado durante el segundo período de mantenimiento, mientras que el 30 de junio de 2018 se incrementaron hasta situarse en 348 mm de euros, en comparación con los 279,7 mm de euros, en promedio, registrados en el cuarto período de mantenimiento.

Activo – Oferta de liquidez (medias; mm de euros)

	3 de mayo a 31 de julio de 2018	31 de enero a 2 de mayo de 2018	Cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento
Factores autónomos de liquidez	821,0 (-20,6)	841,7	821,5 (+0,8)	820,6 (-7,5)
Activos exteriores netos	629,8 (+1,0)	628,9	635,1 (+9,9)	625,2 (-1,9)
Activos netos denominados en euros	191,2 (-21,6)	212,8	186,3 (-9,1)	195,4 (-5,6)
Instrumentos de política monetaria	3.291,1 (+71,3)	3.219,8	3.305,2 (+26,1)	3.279,1 (+40,7)
Operaciones de mercado abierto	3.291,0 (+71,3)	3.219,7	3.305,1 (+26,1)	3.279,0 (+40,7)
Operaciones de subasta	753,2 (-8,6)	761,7	746,4 (-12,6)	759,1 (-2,4)
OPF	1,9 (+0,2)	1,7	2,1 (+0,3)	1,8 (-0,1)
OFPML a tres meses	7,4 (-0,3)	7,7	7,2 (-0,2)	7,5 (-0,2)
Operaciones TLTRO-I	11,1 (-1,9)	13,0	9,5 (-2,9)	12,4 (-0,3)
Operaciones TLTRO-II	732,8 (-6,5)	739,3	727,6 (-9,7)	737,3 (-1,8)
Carteras en firme	2.537,8 (+79,8)	2.458,0	2.558,7 (+38,8)	2.519,9 (+43,1)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,7 (-1,1)	5,8	4,5 (-0,4)	4,9 (-0,7)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,2 (-0,3)	4,5	4,1 (-0,2)	4,3 (-0,1)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	254,6 (+5,7)	248,8	255,4 (+1,6)	253,8 (+3,3)
Programa para los mercados de valores	83,5 (-1,5)	85,0	82,3 (-2,1)	84,5 (-0,5)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	27,5 (+1,7)	25,8	27,7 (+0,3)	27,4 (+1,1)
Programa de compras de valores públicos	2.004,1 (+61,8)	1.942,3	2.021,6 (+32,4)	1.989,2 (+33,6)
Programa de compras de bonos corporativos	159,2 (+13,5)	145,7	163,1 (+7,2)	155,9 (+6,5)
Facilidad marginal de crédito	0,1 (+0,0)	0,1	0,1 (-0,0)	0,1 (-0,0)

Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)

	3 de mayo a 31 de julio de 2018	31 de enero a 2 de mayo de 2018	Cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento
Necesidades de liquidez agregadas	1.427,5 (+64,5)	1.363,0	1.471,0 (+81,6)	1.389,4 (-10,1)
Factores autónomos²	1.303,3 (+64,4)	1.238,8	1.346,3 (+80,6)	1.265,6 (-9,4)
Exceso de liquidez	1.863,5 (+6,8)	1.856,7	1.833,7 (-55,9)	1.889,6 (+50,8)

Evolución de los tipos de interés (medias; porcentajes)

	3 de mayo a 31 de julio de 2018	31 de enero a 2 de mayo de 2018	Cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento
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	-0,363 (+0,001)	-0,364	-0,364 (-0,002)	-0,362 (+0,002)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo.

1) Las «exigencias de reservas mínimas» constituyen una partida «pro memoria» que no figura en el balance del Eurosistema y, por tanto, no debería incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

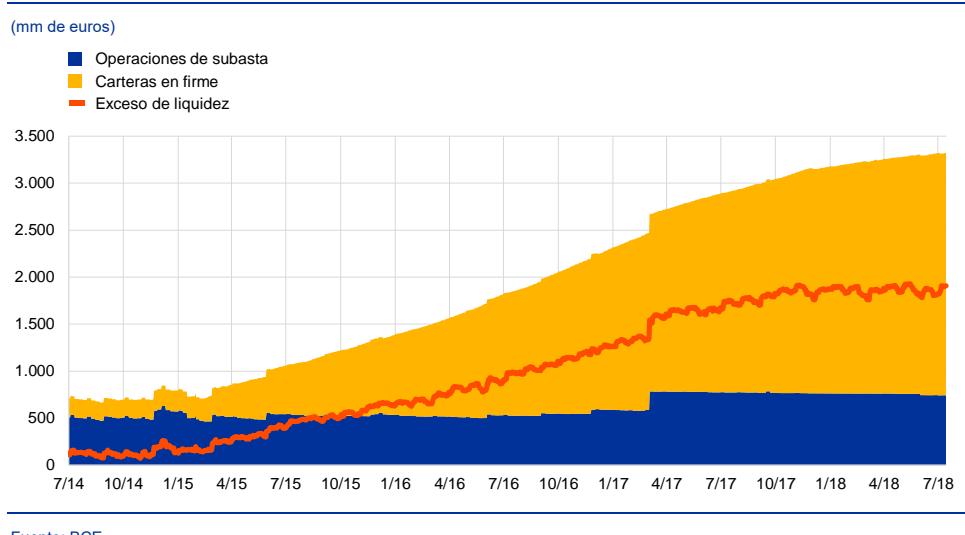
2) El valor total de los factores autónomos incluye también «partidas en curso de liquidación».

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —tanto operaciones de subasta como compras efectuadas en el marco del APP— se incrementó en 71,3 mm de euros, hasta un importe de 3.291,1 mm de euros (véase gráfico A). Este aumento fue atribuible en su totalidad a las compras realizadas en el marco del APP, mientras que, en las operaciones de subasta, la demanda descendió ligeramente.

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 descendió ligeramente (en 8,6 mm de euros) durante el período considerado, situándose en 753,2 mm de euros. Este descenso se debió principalmente a la disminución de 8,4 mm de euros en el saldo vivo medio de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), que estuvo asociada a la liquidación de los reembolsos voluntarios de varias operaciones TLTRO-I y la primera operación TLTRO-II en junio de 2018, por un importe total de 14,5 mm de euros. La liquidez media proporcionada a través de las OPF aumentó en 0,2 mm de euros, hasta situarse en 1,9 mm de euros, y la inyectada mediante las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses se redujo en 0,3 mm de euros, hasta los 7,4 mm de euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 79,8 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.537,8 mm de euros, debido a las compras netas efectuadas en el marco del APP. La liquidez proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, del programa de compras de bonos de titulización de activos y del programa de compras de bonos corporativos se incrementó, en promedio, en 61,8 mm de euros, 5,7 mm de euros, 1,7 mm de euros y 13,5 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 2,9 mm de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez se mantuvo prácticamente estable en el período analizado y solo aumentó marginalmente, en 6,8 mm de euros, en comparación con el período anterior, hasta situarse en 1.863,5 mm de euros (véase gráfico A). El incremento de la liquidez inyectada a través de las compras del APP se vio contrarrestado casi por completo por el ascenso de los factores autónomos netos, sobre todo en el cuarto período de mantenimiento. De hecho, mientras que en el tercer período de mantenimiento el exceso de liquidez aumentó en 50,8 mm de euros y los factores autónomos netos disminuyeron en 9,4 mm de euros, estas tendencias se invirtieron en el cuarto período, en el que el exceso de liquidez se redujo en 55,9 mm de euros y los factores autónomos netos se incrementaron en 80,6 mm de euros.

En cuanto a la distribución del exceso de liquidez entre las cuentas corrientes y la facilidad de depósito, los saldos medios en cuenta corriente se incrementaron en 27,3 mm de euros, hasta alcanzar los 1.331,9 mm de euros, al tiempo que el recurso medio a la facilidad de depósito registró un descenso adicional de 20,4 mm de euros y se situó en 655,9 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés a un día de las operaciones con garantía y sin garantía del mercado monetario se mantuvieron próximos al tipo de la facilidad de depósito del BCE, o se situaron ligeramente por debajo de ese nivel para determinadas cestas de activos de garantía en el segmento garantizado. En el mercado de operaciones sin garantía, el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en el –0,363 %, frente a una media del –0,364 % en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó en una banda comprendida entre un mínimo del –0,371 % cerca del fin de semana previo al lunes de Pentecostés (21 de mayo de 2018) y un máximo del –0,353 % el último día de junio de 2018. En el mercado de operaciones con garantía, los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling¹⁶ se mantuvieron estables 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 –0,441 % para la cesta estandarizada de activos de garantía, y en el –0,394 % para la cesta ampliada.

El descenso registrado al final del segundo trimestre de 2018 en los tipos *repo* para garantías de los principales países de la zona del euro fue significativamente menor que el observado al final del segundo trimestre de 2017 y en general no se percibió como significativo. Por ejemplo, en la

¹⁶ El mercado con activos de garantía generales (GC Pooling) permite realizar cesiones temporales con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

negociación con activos de garantía generales, al final de junio de 2017 los tipos *repo* a un día de los activos de garantía franceses retrocedieron 29 puntos básicos, hasta situarse en el –0,75 %, y los aplicados a los activos de garantía alemanes se redujeron en 41 puntos básicos, hasta el –0,90 %. Al final de junio de 2018, los descensos registrados en estos tipos *repo* fueron de solo 2 y 5 puntos básicos, hasta situarse en el –0,48 % y el –0,53 %, respectivamente, lo que sugiere que los participantes en los mercados han adoptado prácticas más eficientes en la gestión de activos de garantía. Asimismo, esta evolución también indica que la facilidad de préstamo de valores del programa de compras de valores públicos continuó favoreciendo el buen funcionamiento de los mercados de *repos*.

3

Los precios del petróleo, la relación real de intercambio y el consumo privado

Nikola Bokan, Maarten Dossche y Luca Rossi

Los precios del petróleo afectan al consumo privado a través de canales directos e indirectos.

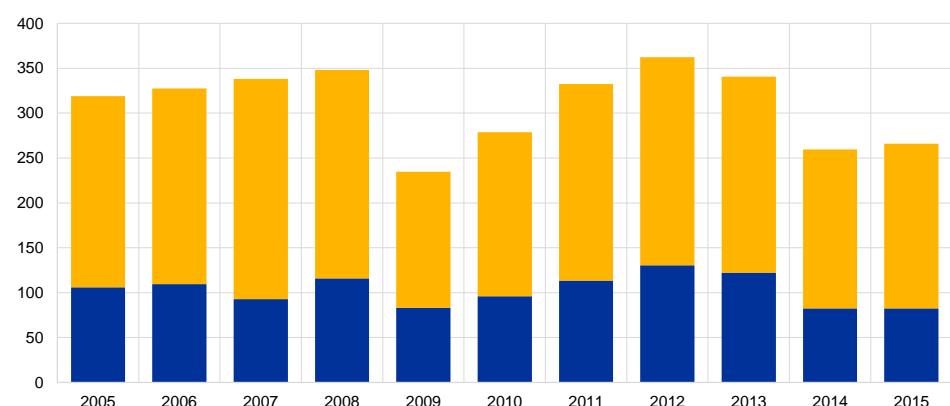
Una subida de los precios del crudo tiene un impacto directo sobre el poder adquisitivo de los hogares a través del aumento de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo (como la gasolina o el gasóleo para calefacción). En la zona del euro, alrededor de un tercio del uso total de petróleo de la economía corresponde a consumo final, es decir, al uso de estos productos por parte de los consumidores (Véase gráfico A), y los dos tercios restantes a petróleo utilizado en la producción de bienes no energéticos. Un alza de los precios de esta materia prima implica un incremento de los costes de producción de estos sectores. Si estos costes no pueden trasladarse al precio final de esos bienes, el poder adquisitivo de los hogares se verá afectado de manera indirecta, ya que los salarios y los beneficios procedentes de estos sectores serán menores¹⁷. Además, en el caso de las economías avanzadas productoras de petróleo (como Canadá, Noruega, Reino Unido y Estados Unidos), los efectos indirectos a través de los salarios y de los beneficios generados en el sector productor de petróleo son incluso más importantes.

Gráfico A

Uso del petróleo en la zona del euro

(mm de euros)

- Consumo final de los hogares
- Consumo intermedio



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

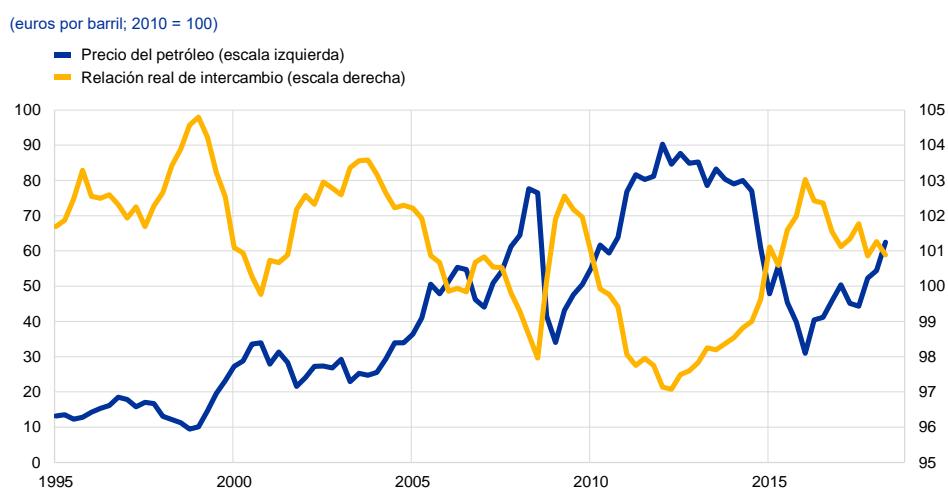
Nota: Los datos se refieren a coque y productos de refino de petróleo y se expresan en precios corrientes y básicos.

La relación real de intercambio guarda una estrecha correlación con las fluctuaciones de los precios del petróleo. La variación de los precios relativos de las exportaciones e importaciones, o relación real de intercambio, habitualmente influye en el consumo privado. Esta relación puede interpretarse como la cantidad

¹⁷ En la medida en que los productores de bienes no energéticos ajusten sus precios a las variaciones de los precios del petróleo, el poder adquisitivo de los hogares se verá afectado directamente, como sucede a través del consumo de productos energéticos derivados del petróleo.

de bienes importados que puede adquirir una economía por unidad de bienes exportados. El gráfico B muestra la estrecha correlación existente entre la relación real de intercambio de la zona del euro y los precios del petróleo¹⁸. Cuando estos precios suben, la relación real de intercambio se deteriora y cae el poder adquisitivo de los hogares. La fuerte correlación que mantienen entre sí los precios del petróleo y la relación real de intercambio es generalizada en todo el mundo¹⁹, y suele ser negativa para los importadores netos de petróleo y positiva para los exportadores netos de esta materia prima. Esta relación puede variar a lo largo del tiempo, debido a cambios, bien en el peso del petróleo en el consumo y la producción de bienes no energéticos, o bien en la producción de crudo. Así pues, la relación entre los precios del petróleo y el consumo es intrínsecamente inestable.

Gráfico B
Precios del petróleo y relación real de intercambio



Fuentes Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La relación real de intercambio se calcula como la ratio entre el deflactor de las exportaciones y el deflactor de las importaciones.

El impacto de las variaciones de los precios del petróleo sobre la renta disponible real puede aproximarse por el diferencial entre los deflactores del PIB y del consumo. En el gráfico C se muestra una descomposición de la renta disponible real de los hogares, es decir, la renta de los hogares después de impuestos y subvenciones, ajustada de variaciones de precios. Utiliza el diferencial entre los deflactores del PIB y del consumo para capturar el impacto de los cambios relacionados con el petróleo en la relación real de intercambio; en la zona del euro, la correlación entre los precios del petróleo y este diferencial es negativa. Esta medida está bien fundamentada desde el punto de vista teórico y refleja los canales, tanto directos como indirectos, a través de los cuales los precios del petróleo

¹⁸ En principio, la relación real de intercambio también puede verse afectada por otros factores (como el tipo de cambio nominal y los precios de los bienes y servicios distintos del petróleo). Empíricamente, sin embargo, la variación de la relación real de intercambio de la zona del euro se explica, en su mayor parte, por los precios del crudo.

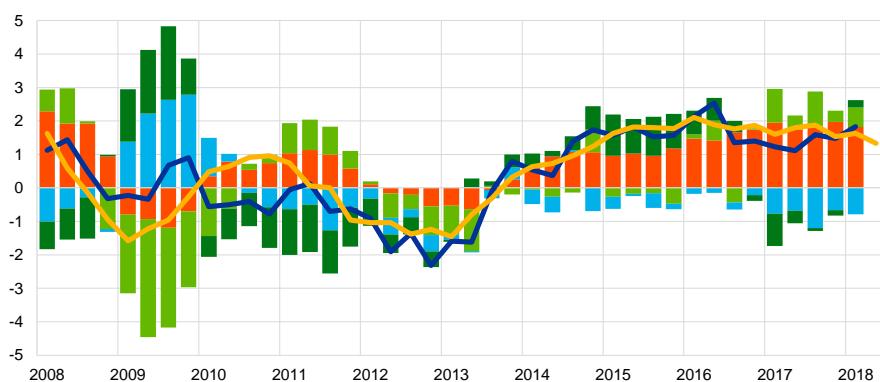
¹⁹ Véase D. Backus y M. Crucini, «*Oil prices and the terms of trade*», *Journal of International Economics*, vol. 50, n.º 1, pp.185-213.

influyen en la renta disponible real de los hogares²⁰. Incluso si cambian los canales por los que los precios del crudo inciden en la economía, este enfoque sigue evidenciando una relación estable entre la variación del poder adquisitivo por efecto del petróleo y el consumo privado. Esto es relevante ante cambios en el peso del petróleo en el consumo e innovaciones en la producción de bienes energéticos y no energéticos, por ejemplo, debido al aumento de la eficiencia energética o a la utilización de nuevas tecnologías en la producción de petróleo no convencional²¹.

Gráfico C
Renta disponible y consumo de los hogares

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

- Renta disponible real
- Consumo real
- Remuneración de los asalariados
- Excedente de explotación y rentas de la propiedad
- Impuestos directos, cotizaciones sociales y transferencias
- Relación real de intercambio



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Todos los componentes de la renta están deflactados por el deflactor del PIB. La contribución de la relación real de intercambio se aproxima por el diferencial entre los deflactores del PIB y del consumo. El consumo y la renta disponible total están deflactados por el deflactor del consumo.

No se espera que las recientes subidas del precio del petróleo frustren el avance del consumo privado. Aunque no cabe duda de que la caída de los precios del crudo en 2014 y 2015 favoreció la expansión del consumo privado, el crecimiento global de la renta disponible real desde 2013 ha estado impulsado principalmente por las rentas del trabajo (Véase gráfico C). Entre mediados de 2017 y mediados de 2018, los precios del petróleo aumentaron desde unos 50 dólares estadounidenses por barril hasta alrededor de 75 dólares por barril. Si estos precios permanecen en su nivel actual, es poco probable que este incremento reduzca de forma significativa el crecimiento de la renta disponible real y del consumo privado. Además, los precios del crudo todavía se sitúan muy por debajo de los niveles observados entre 2011 y 2014. Es de esperar que el consumo mantenga su solidez a medida que los mercados laborales continúen mejorando²².

²⁰ Véase O. Blanchard y J. Galí, «The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?», en J. Galí y M. Gertler (eds.), *International Dimensions of Monetary Policy*, University of Chicago Press, 2010, pp. 373-421.

²¹ Véase M. Fosco y T. Klitgaard, «[Recycling Oil Revenue](#)», *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 14 de mayo de 2018.

²² Véase el artículo titulado «[Private consumption and its drivers in the current economic expansion](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2018.

El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero: situación una década después de la crisis financiera

João Domingues Semeano y Marien Ferdinandusse

En este recuadro se presenta un nuevo análisis del impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero adoptadas en los diez años transcurridos desde el estallido de la crisis financiera. La economía de la zona del euro comienza su quinto año de expansión y parece un buen momento para hacer balance de los costes fiscales de la crisis y de la medida en que la recuperación económica ha ayudado a resarcirse de ellos. A tal fin, el análisis se centra en el impacto de las medidas en los déficits y en la deuda, y en los avales públicos concedidos a las entidades de crédito y otras instituciones financieras²³. Desde la crisis se han dado pasos para mejorar la supervisión del sector financiero, la resolución ordenada de las instituciones financieras inviables, la sostenibilidad de las finanzas públicas y la resiliencia de los deudores soberanos, por ejemplo, creando órganos como el Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de Resolución y el Consejo Fiscal Europeo.

Las medidas de apoyo al sector financiero pueden afectar al déficit y a la deuda de distinta manera. Las medidas de apoyo al sector financiero, a menos que se financien con reservas de efectivo, incrementarán la deuda bruta de las Administraciones Públicas. También afectarán al saldo presupuestario si la operación supone una pérdida clara para el Estado²⁴. En este caso, se clasifican como una transferencia de capital a efectos estadísticos, lo que significa que tienen impacto en el saldo presupuestario y en la ratio de deuda. La adquisición de activos financieros por encima de su precio de mercado y las inyecciones de capital para cubrir las pérdidas bancarias son algunos ejemplos típicos. Sin embargo, si el Gobierno recibe acciones de un banco o títulos de deuda cuyo valor se considera equivalente al de la inyección de capital que realiza, la medida de apoyo se clasifica como una operación financiera que solo afecta a la deuda bruta de las Administraciones Públicas. La reclasificación estadística de las entidades del sector financiero al sector de Administraciones Públicas, que refleja especialmente su nacionalización, también aumenta la deuda pública, pero no el déficit presupuestario.

²³ El impacto de las correlaciones negativas entre la estabilidad del sector financiero y las condiciones de financiación pública que contribuyeron a la crisis de deuda soberana en algunos países de la zona del euro a partir de 2010 queda fuera del alcance de este recuadro. Para obtener una descripción de los canales y riesgos de espiral de reacciones adversas entre el sector financiero y las finanzas públicas, véanse «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los gobiernos al sector bancario», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2009, e «Interacciones entre la política monetaria y la política fiscal en una unión monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2012.

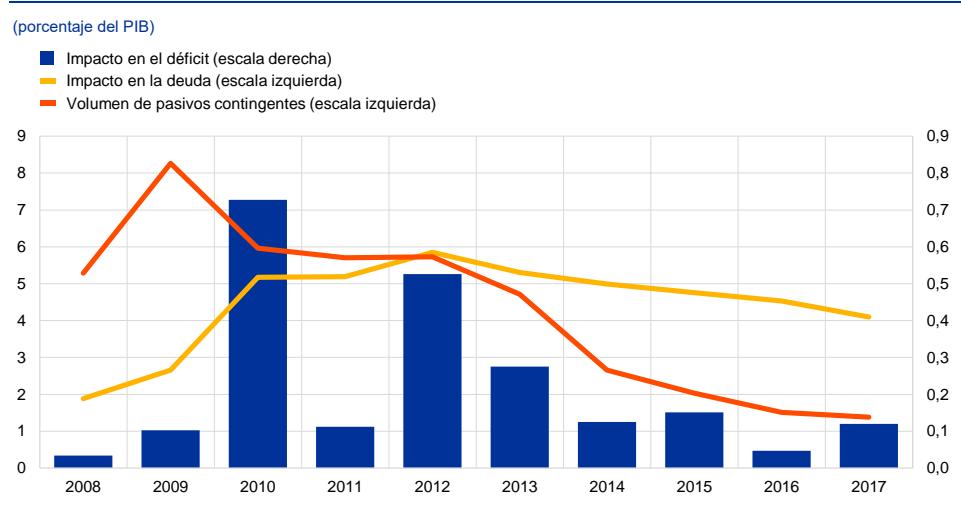
²⁴ Para consultar información más detallada sobre la clasificación estadística de las medidas de apoyo al sector financiero, véanse «The fiscal impact of financial sector support during the crisis», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2015, y H. Maurer y P. Grussenmeyer, «Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact», *Statistics Paper Series*, n.º 7, BCE, 2015.

El impacto fiscal del apoyo que los Gobiernos de la zona del euro prestaron al sector financiero tras la crisis financiera de 2008 fue significativo y muy distinto entre países, y solo se ha revertido parcialmente (véase gráfico A).

Durante y después de la crisis financiera mundial que estuvo marcada por la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, la mayoría de los Gobiernos de la zona del euro proporcionaron apoyo a instituciones financieras concretas con el fin de proteger la estabilidad financiera²⁵. El volumen y el momento de la ayuda fue muy diferente de unos países a otros (véanse gráficos B y C)²⁶.

Gráfico A

Impacto de las medidas de apoyo al sector financiero en el déficit y en la deuda de la zona del euro, y volumen de pasivos contingentes



Fuente: Eurostat.

Nota: Los valores positivos indican un aumento del déficit. El impacto en el déficit se presenta neto de los ingresos generados por las medidas de apoyo financiero, como dividendos recibidos de acciones en instituciones financieras y comisiones recibidas por avales públicos.

A escala de la zona del euro, las medidas de apoyo al sector financiero tuvieron un impacto muy significativo en el déficit presupuestario agregado en 2010 (0,7 % del PIB), en 2012 (0,5 % del PIB) y en 2013 (0,3 % del PIB) (véase gráfico A). Únicamente un país, Alemania, registró un aumento tangible de su déficit en 2008 como consecuencia de las medidas de apoyo al sector financiero; el número de países se amplió a seis en 2009 y alcanzó su máximo de nueve en 2012 (véase gráfico B). El impacto de estas medidas sobre el déficit de la zona del euro, pese a que ha ido reduciéndose hasta hace poco, nunca ha sido cero en los últimos diez años, y, además, volvió a aumentar en 2017 debido a las transferencias de capital en Italia, Portugal y Chipre. Si se analiza a lo largo de varios años, la dimensión del impacto fue en muchos casos igual, o incluso muy superior, al efecto de las medidas fiscales adoptadas durante ciclos presupuestarios ordinarios. El impacto acumulado entre 2008 y 2017 superó la media de la zona del euro en ocho

²⁵ Para obtener una descripción de la crisis financiera y de las medidas fiscales y financieras adoptadas, véanse A. Riet. (ed.), «[Euro area fiscal policies and the crisis](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 109, BCE, 2010, y S. Stolz y M. Wedow, «[Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 117, BCE, 2010.

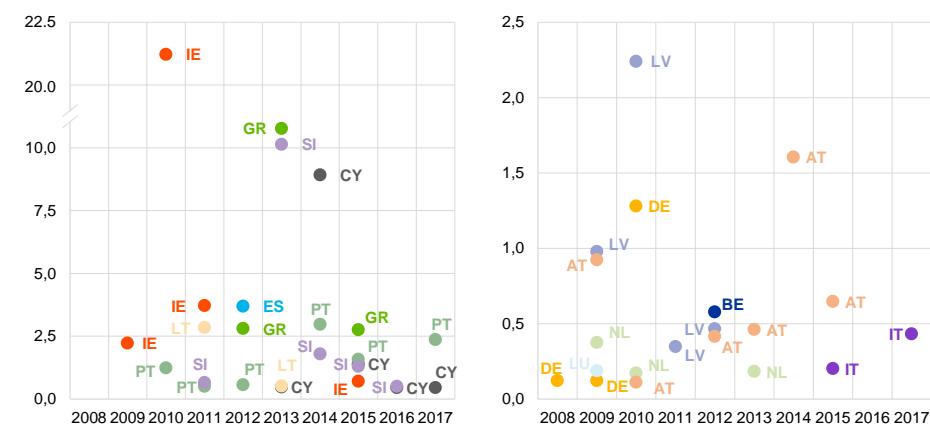
²⁶ Solo cuatro países —Estonia, Malta, Eslovaquia y Finlandia, que conjuntamente representan el 3 % del PIB de la zona del euro— no necesitaron adoptar medidas que afectaran a su déficit o su deuda.

países, donde los incrementos del déficit presupuestario oscilaron entre más de 4 puntos porcentuales del PIB en España, Austria y Letonia, y más de 27 puntos porcentuales en Irlanda (véase gráfico B).

Gráfico B

Impacto neto de las medidas de apoyo al sector financiero en el déficit de las Administraciones Públicas

(porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

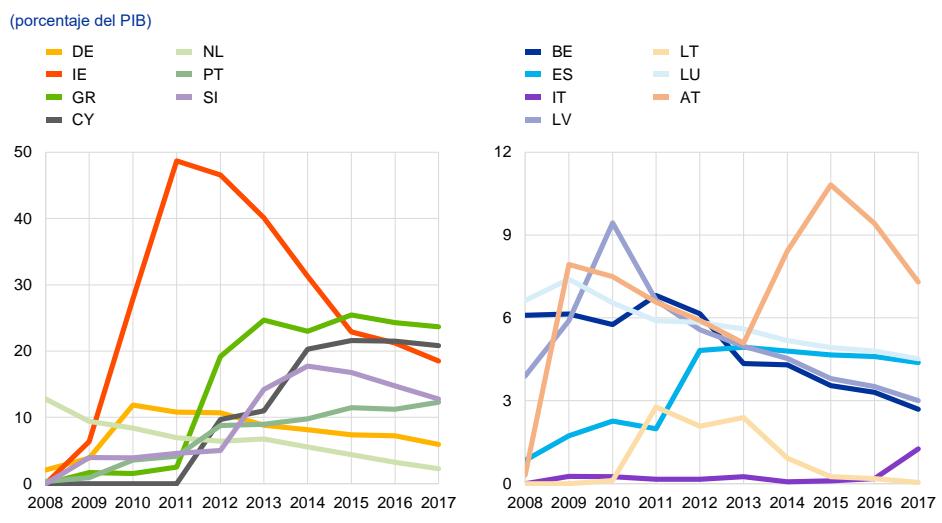
Notas: El gráfico no incluye a los países que no recibieron medidas de apoyo que afectaron al déficit (Estonia, Malta, Eslovaquia y Finlandia) o en los que dichas medidas solo tuvieron un impacto marginal (0,1 % del PIB en Francia en 2012). Los valores positivos indican un aumento del déficit. El impacto en el déficit se presenta neto de los ingresos generados por las medidas de apoyo financiero, como dividendos recibidos de acciones en instituciones financieras y comisiones recibidas por avales públicos. A efectos de facilitar la lectura, los países se dividen en dos grupos, de forma que cada panel presente el mismo número de casos: el panel izquierdo excluye las observaciones con un impacto en el déficit inferior al 0,4 % del PIB y el panel derecho aquellas cuyo impacto es inferior al 0,1 % del PIB.

El impacto sobre la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro, que alcanzó un máximo de casi el 5,9 % en 2012, se situó en el 4,1 % en 2017.

El impacto máximo de las medidas de apoyo sobre la ratio deuda/PIB fue del 10 % o superior en ocho países de la zona del euro (véase gráfico C), a saber, Alemania, Países Bajos, Austria y Eslovenia, así como los cuatro países que requirieron un programa de ajuste de la UE y el FMI (Irlanda, Grecia, Chipre y Portugal). El perfil temporal del impacto de estas medidas sobre la deuda bruta de las Administraciones Públicas varía considerablemente. El impacto ha comenzado a revertirse parcial y lentamente en la mayoría de los países y en el conjunto de la zona del euro, gracias a los ingresos generados por las medidas de apoyo, como dividendos recibidos de acciones en instituciones financieras y comisiones recibidas por avales públicos, y la venta de activos financieros. Por países, la recuperación del apoyo prestado ha sido especialmente notable en Irlanda, donde el impacto de las medidas de apoyo al sector financiero sobre la ratio deuda/PIB se había reducido en 30 puntos porcentuales en 2017 con respecto al máximo registrado, y también en los Países Bajos (diez puntos porcentuales desde el máximo), en Letonia y en Alemania (seis puntos porcentuales desde el máximo). Sin embargo, las medidas de apoyo incrementaron la deuda en Italia, Chipre y Portugal en 2017.

Gráfico C

Impacto de las medidas de apoyo al sector financiero sobre la deuda bruta de las Administraciones Públicas



Fuente: Eurostat.

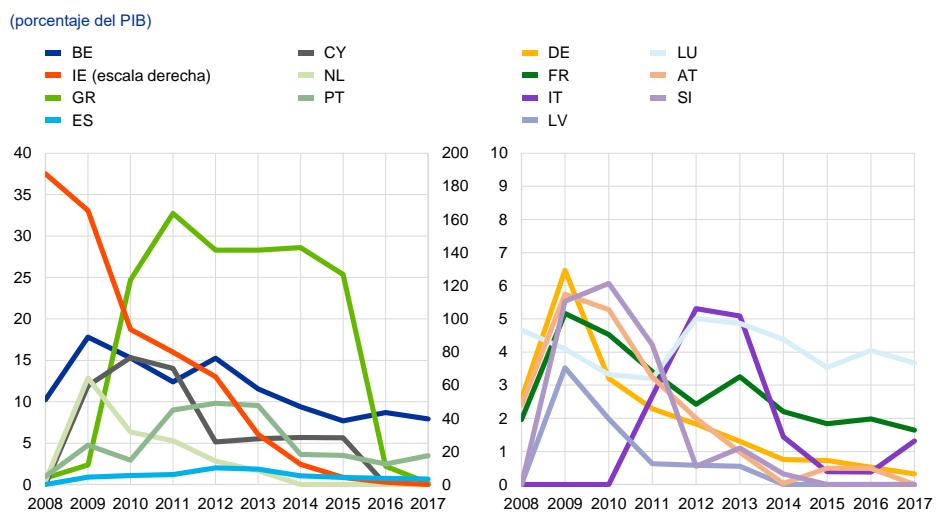
Nota: El gráfico no incluye a los países que no recibieron medidas de apoyo que afectaron a la deuda bruta (Estonia, Malta, Eslovaquia y Finlandia) o en los que dichas medidas solo tuvieron un impacto marginal (0,6 % del PIB en 2008 y 0,1 % del PIB en 2012 en Francia).

Los pasivos contingentes de la zona del euro cayeron desde más del 8 % del PIB en 2009 hasta el 1,4 % en 2017. En la mayoría de los casos, las garantías explícitas que muchos Gobiernos de la zona del euro otorgaron a entidades concretas en el punto álgido de la crisis financiera —o, en unos pocos casos, la financiación de entidades de gestión de activos— han ido disminuyendo hasta desaparecer (véase gráfico D). Ello es positivo, ya que el retorno a la estabilidad financiera permitió no renovar las garantías a su vencimiento. Sin embargo, algunas garantías se han ejecutado, y las entidades receptoras han sido clasificadas en el sector de Administraciones Públicas, haciendo que la reducción de las garantías se corresponda con un aumento equivalente de la deuda y/o el déficit públicos. Por ejemplo, una quinta parte de las garantías otorgadas en la privatización parcial del banco portugués Novo Banco en octubre de 2017, equivalentes al 2 % del PIB, se han ejecutado, lo que ha incrementado el déficit de 2018 en 0,4 puntos porcentuales del PIB. Seis países de la zona del euro, entre ellos Francia, Italia y España, todavía tenían pasivos contingentes por valor superior al 1 % del PIB en 2017. Además, en julio de 2018, Chipre otorgó garantías para un plan de protección de activos como parte de la venta de Cyprus Cooperative Bank (CCB). Este plan cubre pérdidas potenciales no esperadas sobre activos adquiridos por el comprador de CCB, por un valor aproximado del 13 % del PIB²⁷.

²⁷ Estas garantías se suman al apoyo público en forma de bonos y colocaciones de efectivo por un valor de alrededor del 18 % del PIB, cuya clasificación estadística está aún por determinar.

Gráfico D

Volumen de pasivos contingentes



Fuente: Eurostat.

Notas: El gráfico no incluye a los países que no tienen pasivos contingentes relacionados con el apoyo al sector financiero. (Estonia, Malta, Eslovaquia y Lituania) o en los que dichos pasivos son mínimos (0,1 % del PIB en Finlandia en 2008). Los pasivos contingentes se refieren a los avales y garantías públicos otorgados al sector bancario. Las garantías públicas vivas no incluyen garantías sobre depósitos minoristas (excepto en el caso de Irlanda entre el 30 de septiembre de 2008 y el 29 de septiembre de 2010) ni avales públicos para la provisión de liquidez de emergencia.

El impacto fiscal generalizado, significativo y duradero de las medidas de apoyo al sector financiero subraya la importancia de seguir reforzando el marco institucional en la zona del euro. De conformidad con las conclusiones de la Cumbre del Euro del 29 de junio de 2018, todavía se ha de avanzar en la culminación de la unión bancaria y en el reforzamiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad. Será necesario seguir trabajando en esta agenda de reformas, así como en la salvaguarda de la sostenibilidad fiscal, a fin de evitar futuras crisis financieras y de mitigar su consiguiente impacto fiscal.

Artículos

1 El ciclo financiero global: implicaciones para la economía mundial y la zona del euro

Maurizio Michael Habib y Fabrizio Venditti

A medida que los mercados financieros han ido adquiriendo un mayor grado de integración global a lo largo de las últimas décadas, los economistas se han planteado hasta qué punto pueden las autoridades económicas aislar las condiciones financieras internas de los factores externos. En este artículo se analizan los términos de este debate y se presenta nueva evidencia sobre la correlación entre los flujos de capitales y los precios de las acciones en un panel de 50 economías avanzadas y emergentes. Concretamente, el artículo se centra en la importancia relativa del riesgo global y de la política monetaria estadounidense para el ciclo financiero global, y también se abordan las implicaciones para el régimen cambiario. La aversión al riesgo global aparece como un importante determinante de los flujos de capitales y de la rentabilidad de las acciones, y su impacto se ve amplificado por la apertura de la cuenta de capital, pero no necesariamente por el régimen cambiario, que solo afecta a los precios de los activos y no a los flujos de capitales. La relevancia cuantitativa de la política monetaria de Estados Unidos y el tipo de cambio del dólar parece tener un carácter puntual. En particular, la correlación entre los tipos de interés de Estados Unidos y los flujos de capitales durante la crisis es positiva, en vez de negativa como predeciría la teoría, lo que indica la necesidad de continuar analizando empíricamente el papel que desempeña la política monetaria estadounidense como determinante del ciclo financiero global. En el artículo también se llega a la conclusión de que, por lo general, las tensiones en los mercados financieros han estado sincronizadas entre la zona del euro y Estados Unidos, pero que las condiciones financieras han ido disociadas en estas dos áreas. En conjunto, esto confirma que la eficacia de la política monetaria del BCE no se ha visto mermada por el ciclo financiero global.

Introducción

En las últimas décadas, los mercados financieros han adquirido progresivamente un mayor grado de integración global. El volumen de los pasivos exteriores brutos mundiales, calculado en porcentaje del PIB, pasó de ser inferior al 50 % a principios de los años noventa a situarse en torno al 200 % al comienzo de la crisis financiera global en 2007²⁸. El crecimiento de los pasivos

²⁸ La ratio se calcula como la relación entre la suma de los pasivos en dólares estadounidenses, en términos nominales, de los países disponibles y la suma del PIB en dólares estadounidenses, en términos nominales.

transfronterizos se vio interrumpido por la crisis, pero la integración financiera mundial es hoy mucho mayor que hace 30 años²⁹.

Según la literatura, la mayor integración financiera ha dado lugar a la aparición de un «ciclo financiero global», fuertemente influido por la política monetaria de Estados Unidos. Aunque se supone que la integración financiera fomenta la compartición de riesgos (*risk sharing*) a escala internacional, los economistas se han preguntado si esta integración podría provocar, asimismo, una transmisión más rápida y uniforme de las perturbaciones en varias economías, dando origen a un ciclo financiero global. Rey (2015) ofrece una posible definición de este concepto: «los ciclos financieros globales se asocian a incrementos y repliegues de los flujos de capitales, auge y caídas de los precios de los activos y crisis» y «se caracterizan por grandes movimientos simultáneos en los precios de los activos, los flujos brutos y el apalancamiento». Es importante señalar que los cambios en las condiciones de la política monetaria de la economía central (es decir, Estados Unidos) y en la aversión al riesgo global (como durante la crisis financiera mundial) determinarían el ciclo financiero global, provocando movimientos en los flujos de capitales y en los precios de los activos en todo el mundo³⁰.

De existir tal ciclo financiero global, limitaría los posibles beneficios de la integración financiera. Una correlación más fuerte de los precios de los activos a escala internacional reduciría drásticamente la capacidad de los agentes económicos de amortiguar las perturbaciones idiosincrásicas —es decir, las específicas de cada país, tales como una recesión interna— mediante la adquisición de activos exteriores³¹.

La existencia de un ciclo financiero global también tendría consecuencias para las autoridades económicas y la elección del régimen cambiario. Según el clásico «trilema» de la política monetaria, con una cuenta de capital liberalizada es imposible aplicar una política monetaria independiente —es decir, establecer el tipo de interés oficial de forma autónoma con respecto a la economía principal (por ejemplo, Estados Unidos)— y perseguir a la vez un objetivo de tipo de cambio. En este caso (hipótesis del «trilema»), el régimen cambiario elegido sí influye, dado que un tipo de cambio flotante permitiría aplicar una política monetaria independiente. Un ciclo financiero global transformaría este trilema en un dilema para las autoridades económicas, que solo tendrían dos alternativas: i) dejar la cuenta de capital cerrada, manteniendo el control de las condiciones financieras

²⁹ Véase P. R. Lane y G. Milesi-Ferretti, «[International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis](#)», IMF Working Paper n.º 17/115, mayo de 2017.

³⁰ H. Rey, «[Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence](#)», NBER Working Paper n.º 21162, mayo de 2015, página 2. La evidencia que avala la presencia y la importancia económica de un ciclo financiero global ha sido cuestionada en un estudio reciente por E. Cerutti, S. Claessens y A. K. Rose, «[How Important is the Global Financial Cycle? Evidence from Capital Flows](#)», IMF Working Paper n.º 17/193, septiembre de 2017.

³¹ La compartición de riesgos, es decir, la capacidad de los agentes de asegurar su gasto en consumo frente a las perturbaciones idiosincrásicas, puede producirse a través del «canal del capital» (por ejemplo, ingresos procedentes de activos financieros mantenidos en el extranjero), el «canal fiscal» (por ejemplo, transferencias transfronterizas entre Estados) y el «canal del crédito» (financiación obtenida en el extranjero por personas físicas y Gobiernos, ya sea en mercados de crédito o mediante organismos supranacionales, como el Mecanismo Europeo de Estabilidad). En la zona del euro, los riesgos se comparten principalmente a través del canal del capital. Véase un análisis en el artículo titulado «[Risk sharing in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2018.

internas, o ii) abrir la cuenta de capital, cediendo el control de esas condiciones. Una vez liberalizada la cuenta de capital, el ciclo global «marcaría el tono» de las condiciones financieras internas —es decir, los tipos de interés que pagan realmente los prestatarios finales, como las sociedades no financieras y los hogares—, con independencia de la capacidad del banco central nacional de fijar el tipo de interés oficial de forma autónoma y del régimen de tipo de cambio vigente. En este segundo caso (hipótesis del «dilema»), el régimen cambiario elegido es prácticamente irrelevante.

Este artículo presenta una visión general del debate sobre el ciclo financiero global y ofrece un nuevo análisis de la evidencia que avala su existencia.

Concretamente, el artículo se centra en la importancia relativa del riesgo global y de la política monetaria estadounidense para el ciclo financiero global. Además, también se abordan las implicaciones de este ciclo para las autoridades económicas al adoptar el régimen cambiario. El análisis empírico se basa en un conjunto de datos sobre flujos de capitales, concretamente entradas brutas de capital correspondientes a cuatro categorías principales: inversión directa, inversión de cartera en participaciones de capital, inversión de cartera en títulos de deuda y otra inversión (como préstamos bancarios, depósitos y créditos comerciales), procedentes de la base de datos *Balance of Payments Statistics* del Fondo Monetario Internacional. También incluye datos trimestrales de los precios de los activos de riesgo —rentabilidad bursátil publicada por Global Financial Data— en una muestra de 50 economías desde 1990³². En el artículo se estudia la relación de estas variables con las identificadas sistemáticamente en la literatura como los principales determinantes del ciclo financiero global: la aversión al riesgo global y la política monetaria de Estados Unidos. Por último, se profundiza en las implicaciones para la economía mundial y la zona del euro.

Conclusiones

La integración de la economía real y los mercados financieros durante las últimas décadas ha influido en la sincronización de los flujos de capitales y los precios de los activos en todo el mundo. Algunos autores han defendido la existencia de un ciclo financiero global que se reflejaría en la correlación de los flujos transfronterizos y se traduce en una mayor homogeneización de los precios de los activos de riesgo y del coste de la financiación externa en las distintas economías. Este fue el caso en el período anterior e inmediatamente posterior a la

³² La muestra incluye Alemania, Arabia Saudí, Argentina, Australia, Austria, Brasil, Bulgaria, Canadá, Colombia, Corea (República de), Costa Rica, Croacia, Chile, China, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Federación Rusa, Filipinas, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Israel, Italia, Japón, Letonia, Lituania, Malasia, México, Noruega, Nueva Zelanda, Pakistán, Perú, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía y Uruguay. Como en otros estudios, el análisis se centra en las «entradas brutas» (es decir, compras y ventas netas de activos interiores por parte de residentes en el extranjero), que son cruciales para evaluar la estabilidad financiera y las condiciones crediticias a escala global. Los «flujos netos», que fundamentalmente reflejan los saldos por cuenta corriente, son más relevantes en la evaluación de la sostenibilidad de las posiciones de inversión internacional neta. Por lo que respecta a los precios de los activos de riesgo, la atención se centra en los rendimientos de las acciones, dada la dificultad para obtener otras medidas, como los precios de los bonos corporativos o los tipos hipotecarios, para un numeroso panel de países que incluye economías emergentes desde la década de 1990.

crisis financiera mundial, en particular en relación con los flujos bancarios transfronterizos entre las economías avanzadas y las cotizaciones bursátiles. Sin embargo, después de la crisis, la sincronización de los flujos de capitales y las cotizaciones ha disminuido y ha vuelto a los niveles observados entre los años noventa y la década de 2000.

El ciclo financiero global está estrechamente relacionado con los factores relativos al riesgo global. Un indicador de aversión al riesgo global (calculado como el factor común de un panel de rentabilidades de acciones) tiene un impacto significativo sobre los flujos de capital y la rentabilidad de las acciones. Asimismo, la apertura de la cuenta de capital, pero no necesariamente el régimen cambiario, amplifica los efectos de la aversión al riesgo global. El régimen cambiario solo influye en la transmisión del riesgo global a los precios de los activos en el caso de una cuenta de capital liberalizada. Sin embargo, el impacto de los tipos de interés de Estados Unidos y del tipo de cambio del dólar en los flujos de capitales parece tener un carácter puntual.

La influencia que ejerce el ciclo financiero global sobre la zona del euro depende del indicador concreto que se analice. En el artículo se llega a la conclusión de que, normalmente, las *tensiones* en los mercados financieros han estado sincronizadas entre las dos áreas. Los episodios de volatilidad, que pueden tener fuertes efectos no lineales sobre la actividad económica, se transmiten rápidamente de una economía a otra. Sin embargo, las *condiciones* financieras en la zona del euro han ido a menudo disociadas de las de Estados Unidos, debido también a las diferencias en la orientación de la política monetaria. En conjunto, esto confirma que la eficacia de la política monetaria del BCE no se ha visto mermada por el ciclo financiero global.

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

2

Interpretación de la evolución reciente de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo

Benjamin Böninghausen, Gregory Kidd y Rupert de Vincent-Humphreys

Las expectativas de inflación del sector privado son un componente fundamental de una amplia gama de indicadores que valora el BCE para determinar cuál es la orientación adecuada de la política monetaria para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios. Las expectativas de inflación pueden no solo afectar a la propia inflación a través de los procesos de fijación de precios y salarios, sino que también sirven para contrastar las proyecciones que elaboran el BCE y el Eurosistema.

Este artículo se centra en los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo, que son medidas que se obtienen de los precios de los instrumentos ligados a la inflación futura que se negocian en los mercados financieros. En él se analiza la evolución reciente de la información que puede extraerse de distintos tipos de indicadores de mercado, a partir del período que culminó con el anuncio del programa ampliado de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) por parte del BCE.

La caída de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo entre 2014 y mediados de 2016 fue generalizada en las principales jurisdicciones, siendo reflejo, posiblemente, de la preocupación mundial por la debilidad de la demanda agregada y las presiones desinflacionistas asociadas. Su posterior recuperación ha estado impulsada por la disipación parcial de esta preocupación y, en particular, por la significativa mejora del entorno macroeconómico de la zona del euro. La variación de las expectativas de inflación a largo plazo en los últimos años se ha debido, mayormente, al componente de riesgo de inflación de estos indicadores, lo que sugiere que el balance de riesgos para las perspectivas de inflación ha sido uno de los factores determinantes principales. Así, la información extraída de los precios de las opciones de inflación implica que la probabilidad de deflación neutral al riesgo aumentó notablemente a finales de 2014 y a principios de 2015, antes de disminuir más recientemente.

Introducción

Las expectativas de inflación desempeñan un papel fundamental en la política monetaria del BCE, dado que su objetivo fundamental y primordial es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. En 1998, el Consejo de Gobierno del BCE definió la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2 %. En 2003, aclaró que, para alcanzar la estabilidad de precios, su objetivo es mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo. En este contexto, las expectativas de inflación de los agentes privados cumplen dos propósitos principales para la ejecución de la política monetaria. En primer lugar, estas expectativas son relevantes por sí mismas en el

sentido de que influyen en las decisiones económicas de los agentes privados en áreas tales como el consumo y la inversión, así como en la fijación de precios y salarios y, por tanto, en la inflación de la zona del euro. Asimismo, las expectativas de inflación de los participantes en los mercados financieros influyen en la fijación de precios de otros instrumentos financieros, como los bonos nominales, y, por ello, pueden afectar directamente a la transmisión de la política monetaria a la economía real. En segundo lugar, son valiosas para contrastar las perspectivas de inflación de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE, que, a su vez, se utilizan en las decisiones de política monetaria del BCE.

Por tanto, el BCE realiza un atento seguimiento de las expectativas de inflación de los agentes privados en forma de indicadores de opinión y de mercado. Los indicadores de opinión reflejan las expectativas de inflación futura, expresadas directamente en el contexto de encuestas periódicas, mensuales o trimestrales, realizadas a expertos. Una de las encuestas que desempeña un papel destacado en la política monetaria del BCE es su propia encuesta a expertos en previsión económica (EPE), que se lleva a cabo trimestralmente entre expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea. En cambio, los indicadores de mercado reflejan la información extraíble de los precios de instrumentos financieros que están ligados a la inflación futura, como los *swaps* de inflación, los bonos indexados a la inflación y las opciones de inflación. Dado que estos instrumentos se negocian continuamente, los indicadores de mercado no solo proporcionan una valiosa información adicional sobre las expectativas de inflación de inversores informados, sino que también pueden ofrecer indicaciones más rápidas de posibles cambios en las perspectivas de inflación. Además, incorporan no solo las expectativas, sino también una prima relacionada con la incertidumbre respecto a la inflación, que puede variar a lo largo del tiempo. Pese a estas diferencias, los indicadores de las expectativas de inflación procedentes de encuestas y de los mercados forman parte de una amplia gama de indicadores que valora el BCE para tomar sus decisiones de política monetaria.

En este artículo se analiza la evolución reciente de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación de la zona del euro, en particular el cambio en el balance de riesgos para las perspectivas de inflación desde 2014. Tras un análisis anterior de los indicadores de inflación de la zona del euro basados en los mercados, que abarcó el impacto de la crisis financiera mundial³³, en este artículo se examinan tanto la fase de debilitamiento de la dinámica de la inflación en el período previo a la introducción del APP por parte del BCE como medida de política monetaria no convencional (adicional), como la evolución de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a partir de entonces. En la sección 2 del artículo se analizan los factores determinantes de estos indicadores en los dos períodos citados, utilizando también un análisis basado en modelos. La sección 3 se centra en uno de los factores principales, concretamente, el cambio en el balance de riesgos para las perspectivas de inflación, que se infiere de la información obtenida de los precios de las opciones y

³³ Véase el artículo titulado «[Las expectativas de inflación en la zona del euro: análisis de la evolución reciente](#)», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2011.

corrobora la información extraída de la EPE del BCE. En el recuadro 1 se arroja algo de luz sobre las conclusiones de la sección 3 subrayando la importante diferencia entre probabilidades neutrales al riesgo y «físicas».

Conclusiones

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación de la zona del euro se han recuperado recientemente, gracias a la significativa mejora de las perspectivas macroeconómicas internas, tras el marcado descenso registrado entre 2014 y mediados de 2016. El análisis de la evolución de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo que se realiza en este artículo sugiere que existía una correlación entre este descenso y tendencias similares en otras jurisdicciones importantes. Un examen más detallado señala que, además de factores internos, la preocupación mundial por la atonía de la demanda agregada y las presiones desinflacionistas asociadas influyeron en la caída de dichos indicadores. Parece que la posterior recuperación ha estado impulsada por la disipación parcial de esta preocupación y, en particular, por la significativa mejora del panorama macroeconómico de la zona del euro, sobre todo también como consecuencia de la política monetaria acomodaticia del BCE.

La evolución reciente de los indicadores de mercado a largo plazo se explica, fundamentalmente, por la prima de riesgo de inflación, que varió en línea con los cambios en el balance de riesgos para las perspectivas de inflación. La descomposición de los movimientos de los indicadores de mercado muestra que tanto el componente de expectativas puras como el de prima de riesgo de inflación contribuyeron al descenso inicial y a la posterior recuperación. Sin embargo, se estima que la mayor parte de la caída registrada entre 2014 y mediados de 2016 se debió al componente de prima de riesgo, que cayó aproximadamente al mismo tiempo que se produjo el desplazamiento a la baja en el balance de riesgos implícito en la asimetría de las distribuciones de probabilidad indicadas en la EPE. En conjunto, estos dos factores muestran que los inversores apenas sintieron la necesidad de protegerse frente a escenarios inflacionistas cuando se registró el mínimo a mediados de 2016, sino que les preocupaba una posible deflación.

Los indicadores de mercado también sugieren que el espectro de la deflación en la zona del euro ha ido desapareciendo progresivamente tras la introducción del APP por el BCE y ahora los inversores consideran que no es significativo. En este artículo se utilizan los precios de las opciones de inflación que protegen frente a distintos valores de inflación para obtener distribuciones de probabilidad implícita en los mercados de las perspectivas de inflación para la zona del euro. La probabilidad implícita de deflación se situó en un máximo notablemente superior a los niveles registrados anteriormente en enero de 2015, cuando el BCE anunció su APP. En aquel entonces, el balance de probabilidades de las expectativas de inflación de los inversores apuntaba claramente hacia resultados deflacionistas y de inflación baja, pero positiva. Sin embargo, dado

que el APP se mantuvo y que las perspectivas económicas generales y de inflación en la zona del euro mejoraron, el espectro de la deflación en la zona del euro se fue desvaneciendo gradualmente.

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

3

Tendencias y evolución del uso del efectivo en euros durante los últimos diez años

Laure Lalouette y Henk Esselink

En los últimos años, la circulación de billetes en euros ha crecido, en promedio, de forma vigorosa por encima del PIB. La demanda de billetes viene determinada por distintos factores, entre ellos el uso del efectivo para liquidar transacciones. Los resultados de un estudio sobre comportamiento en materia de pagos en 2016 mostraron que el efectivo seguía siendo el medio de pago utilizado con mayor frecuencia en los puntos de venta de la zona del euro. Sin embargo, la demanda relacionada con estas transacciones parece explicar solo en parte el aumento de los billetes en circulación. La demanda de billetes también se ha visto afectada por diversos factores adicionales, como las crisis financiera y de deuda soberana, la incertidumbre geopolítica, la evolución de los tipos de cambio y las decisiones de política económica.

Cabe esperar que el efectivo continúe siendo un medio de pago importante en los puntos de venta de la mayoría de los países de la zona del euro en un futuro previsible. No obstante, es probable que el uso del efectivo con esta finalidad se vea notablemente afectado por el rápido aumento de los pagos con tarjetas sin contacto y con dispositivos móviles, el incremento de las compras por internet y el desarrollo de los pagos inmediatos, que pueden dar lugar a nuevas soluciones de pagos minoristas. Aunque no se puede predecir la rapidez con la que disminuirá posteriormente la utilización de efectivo para liquidar operaciones, parece evidente que se producirá, pero, tal como se describe en este artículo, este uso es solo uno de los factores que impulsan la demanda de billetes.

La mayoría de los billetes en euros en circulación se utilizan como depósito de valor en la zona del euro o se mantienen en el exterior. Teniendo en cuenta que, en la actualidad, los costes de oportunidad de mantener efectivo son bajos, cabe esperar que, si suben los tipos de interés, retornen parte de los billetes en euros atesorados. La caída de las remesas netas de billetes en euros enviadas a países de fuera de la zona del euro refleja que una parte del efectivo que se mantenía en el exterior por diversos motivos está retornando muy gradualmente. Sin embargo, como pone de manifiesto la evolución registrada a lo largo de los últimos diez años, la función de depósito de valor no viene determinada únicamente por los tipos de interés, sino también por acontecimientos externos que no pueden preverse. Aunque los cambios en el futuro pueden, por tanto, traducirse en un mayor o menor uso del efectivo como depósito de valor dependiendo de la confianza de los usuarios en el euro, la evolución actual sugiere que los billetes en euros se consideran un medio fiable de mantener liquidez y acumular riqueza, tanto dentro de la zona del euro como en el exterior. Es obvio que los hogares y las empresas, dentro y fuera de la zona, valoran el hecho de que los billetes en euros les permiten mantener parte de sus activos en dinero de banco central.

[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 ¹⁾ (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 ²⁾ (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	1,6	1,8	1,0	6,7	1,9	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,2	1,7	1,7	6,8	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 III TR	1,0	0,7	0,4	0,6	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
IV TR	1,0	0,6	0,4	0,2	1,6	0,7	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4
2018 I TR	0,9	0,5	0,2	-0,2	1,4	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
II TR	-	1,0	0,4	0,7	1,8	0,4	-	-	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
2018 Mar	-	-	-	-	-	-	2,3	2,0	2,4	2,5	1,1	2,1	1,3
Abr	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	2,4	0,6	1,8	1,3
May	-	-	-	-	-	-	2,6	2,0	2,8	2,4	0,7	1,8	1,9
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	2,9	2,4	0,7	1,9	2,0
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	2,9	-	0,9	2,1	2,1
Ago ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,0

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 ¹⁾						
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global ²⁾			Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores	Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	7	8	9						
	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	1,0	3,6	-0,6			
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,0			
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,3	3,1	6,9			
2017 III TR	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,5	1,2	1,7			
IV TR	53,4	54,6	55,1	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,2	1,4	1,4	1,5			
2018 I TR	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,3	2,2	0,7	3,2			
II TR	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,2	54,2	50,2	-0,6	-1,0	-0,3			
2018 Mar	52,8	54,2	52,4	51,3	51,8	55,2	52,9	52,8	51,2	2,2	0,7	3,2			
Abr	53,6	54,9	53,2	53,1	52,3	55,1	53,5	53,6	50,3	0,2	-0,3	0,6			
May	54,1	56,6	54,5	51,7	52,3	54,1	53,1	54,4	50,3	-0,3	-1,0	0,1			
Jun	54,1	56,2	55,2	52,1	53,0	54,9	53,0	54,5	50,0	-0,6	-1,0	-0,3			
Jul	53,6	55,7	53,5	51,8	52,3	54,3	52,7	53,9	50,0	-	-	-			
Ago	53,2	54,7	54,2	52,0	52,0	54,5	52,8	53,3	49,9	-	-	-			

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

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

2) Excluida la zona del euro.

2 Evolución financiera

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

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)		
	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
2018 Feb	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06
Mar	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,17	-0,05
Abr	-0,37	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,35	-0,04
May	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,34	-0,03
Jun	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,33	-0,04
Jul	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,34	-0,04
Ago	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-0,04

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 ^{1), 2)}					Zona del euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años – 1 año	10 años – 1 año	10 años – 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2018 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
Mar	-0,67	-0,70	-0,61	-0,10	0,55	1,25	0,65	0,61	-0,67	-0,35	0,75	1,47
Abr	-0,63	-0,66	-0,57	-0,04	0,63	1,29	0,72	0,73	-0,63	-0,30	0,85	1,56
May	-0,63	-0,72	-0,69	-0,25	0,40	1,12	0,63	0,73	-0,76	-0,52	0,57	1,34
Jun	-0,62	-0,71	-0,68	-0,26	0,38	1,09	0,54	0,60	-0,75	-0,52	0,53	1,31
Jul	-0,62	-0,65	-0,59	-0,16	0,46	1,11	0,54	0,60	-0,64	-0,39	0,61	1,36
Ago	-0,63	-0,67	-0,63	-0,23	0,37	1,04	0,41	0,71	-0,68	-0,46	0,50	1,28

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	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2018 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
Mar	375,9	3.374,3	769,1	258,0	699,7	308,0	183,6	622,9	498,9	268,9	292,0	775,6	2.702,8	21.395,5
Abr	383,3	3.457,6	772,6	260,7	724,8	331,3	185,5	627,7	496,3	281,3	302,6	789,1	2.653,6	21.868,8
May	392,3	3.357,1	806,4	272,3	735,3	351,0	182,5	653,1	527,3	287,9	302,6	819,1	2.701,5	22.590,1
Jun	383,4	3.442,8	797,5	273,1	719,5	346,7	169,0	647,2	543,6	279,9	290,9	828,1	2.754,4	22.562,9
Jul	383,8	3.460,9	793,5	273,8	711,4	353,1	169,4	647,6	536,6	287,9	291,0	838,8	2.793,6	22.309,1
Ago	382,5	3.436,8	785,2	273,0	711,6	357,5	167,9	653,3	529,4	282,1	288,7	834,2	2.857,8	22.494,1

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

(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 ³⁾	Por período inicial de fijación del tipo de interés									
						Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2017 Ago	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	5,32	5,89	6,34	2,38	1,75	2,01	1,91	1,94	2,21	1,91			
Sep	0,05	0,44	0,35	0,74	6,26	16,80	5,07	5,71	6,20	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	4,94	5,68	6,16	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88			
Nov	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87			
Dic	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,68	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83			
2018 Ene	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,87	1,91	1,90	2,14	1,84			
Feb	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,86	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84			
Mar	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,87	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,84	1,95	1,91	2,14	1,84			
Abr	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,84	4,95	5,67	6,15	2,36	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83			
May	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,87	4,83	5,88	6,39	2,39	1,58	1,87	1,97	1,90	2,13	1,83			
Jun	0,03	0,46	0,33	0,63	6,04	16,84	4,47	5,64	6,10	2,31	1,60	1,84	1,97	1,88	2,12	1,82			
Jul ^(p)	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,85	5,75	6,22	2,41	1,63	1,85	1,93	1,85	2,12	1,81			

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y 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 Ago	0,04	0,10	0,36	2,44	2,49	2,71	2,43	1,74	1,79	1,82	1,24	1,44	1,59	1,75	
Sep	0,04	0,07	0,44	2,43	2,44	2,73	2,41	1,71	1,69	1,77	1,19	1,47	1,59	1,73	
Oct	0,04	0,11	0,40	2,40	2,39	2,69	2,38	1,70	1,66	1,73	1,23	1,35	1,61	1,73	
Nov	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71	
Dic	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71	
2018 Ene	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,52	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67	
Feb	0,04	0,09	0,42	2,36	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,63	1,70	
Mar	0,04	0,08	0,40	2,33	2,42	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73	
Abr	0,04	0,06	0,31	2,32	2,36	2,42	2,33	1,68	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70	
May	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,37	1,65	1,61	1,74	1,07	1,23	1,65	1,62	
Jun	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,70	1,21	1,33	1,70	1,68	
Jul ^(p)	0,03	0,09	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,31	1,66	1,64	

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 ¹⁾						
	Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no 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														
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	1.241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 Feb	1.288	540	159	.	80	444	65	362	172	48	.	34	78	30
Mar	1.307	542	161	.	84	453	67	389	168	63	.	41	84	33
Abr	1.322	543	167	.	94	450	69	396	181	50	.	43	73	49
May	1.311	539	163	.	99	445	66	384	182	39	.	44	79	41
Jun	1.293	523	163	.	90	457	59	382	157	65	.	43	82	36
Jul	1.307	528	168	.	97	453	60	428	197	63	.	48	79	42
Largo plazo														
2015	15.250	3.786	3.285	.	1.060	6.481	637	216	68	46	.	13	80	9
2016	15.397	3.695	3.233	.	1.186	6.643	641	219	62	53	.	18	78	8
2017	15.352	3.560	3.141	.	1.190	6.819	642	248	66	75	.	17	83	7
2018 Feb	15.387	3.566	3.157	.	1.172	6.864	629	207	57	44	.	12	88	7
Mar	15.437	3.580	3.146	.	1.183	6.904	624	287	68	91	.	24	96	7
Abr	15.440	3.578	3.161	.	1.192	6.886	624	232	61	67	.	14	85	4
May	15.526	3.586	3.192	.	1.201	6.927	621	202	49	53	.	17	80	3
Jun	15.532	3.574	3.190	.	1.204	6.944	620	222	64	64	.	14	72	7
Jul	15.552	3.566	3.199	.	1.210	6.957	620	228	55	62	.	17	87	8

Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas				
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Socie- dades no financieras	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas					
Saldo vivo												
2015	16.518,8	4.303,1	3.432,4	.	1.122,0	6.958,9	702,4	6.814,4	584,3	985,3	5.244,9	
2016	16.638,7	4.212,9	3.368,7	.	1.245,5	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.097,8	5.454,1	
2017	16.592,7	4.079,4	3.296,1	.	1.260,1	7.257,3	699,8	7.954,8	612,5	1.263,0	6.079,3	
2018 Feb	16.675,3	4.106,4	3.316,0	.	1.252,1	7.307,4	693,4	7.920,3	638,6	1.293,1	5.988,6	
Mar	16.744,0	4.122,2	3.307,4	.	1.267,9	7.356,1	690,5	7.814,0	599,0	1.253,4	5.961,7	
Abr	16.762,3	4.121,0	3.327,9	.	1.285,5	7.335,1	692,8	8.143,3	620,8	1.351,3	6.171,2	
May	16.837,8	4.125,4	3.354,6	.	1.299,4	7.371,5	686,8	8.028,1	531,2	1.301,5	6.195,3	
Jun	16.824,6	4.096,7	3.352,6	.	1.294,1	7.401,4	679,8	7.959,7	543,5	1.278,8	6.137,5	
Jul	16.859,0	4.094,0	3.367,2	.	1.306,5	7.410,3	680,8	8.168,5	576,1	1.304,6	6.287,9	
Tasa de crecimiento												
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6	
2016	0,3	-3,0	-1,6	.	7,6	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4	
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3	
2018 Feb	1,4	-1,0	1,3	.	5,6	2,3	-0,8	0,9	3,1	2,8	0,4	
Mar	1,6	-0,1	2,2	.	6,0	2,0	-2,7	1,0	1,5	3,6	0,4	
Abr	1,6	0,5	1,2	.	6,0	2,0	-0,8	1,3	1,5	5,4	0,5	
May	1,1	-0,1	0,3	.	6,1	1,5	-1,9	1,4	1,6	5,3	0,5	
Jun	1,1	-0,6	1,2	.	6,0	1,7	-4,0	1,3	1,6	4,9	0,5	
Jul	1,1	-0,9	0,4	.	5,1	2,3	-2,5	1,2	0,4	4,7	0,6	

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

2.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM reales ²⁾	CLUT reales	Nominal	IPC real
		1	2	3	4	5	6	7
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	81,3	88,2	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,9	84,9	80,5	89,3	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	92,0	85,8	80,6	90,0	112,0	90,0
2017 III TR	98,6	93,2	93,8	87,6	81,4	91,5	114,5	91,8
IV TR	98,6	93,2	93,5	87,4	81,0	91,3	115,0	92,0
2018 I TR	99,6	94,0	94,4	88,0	81,7	91,7	117,0	93,4
II TR	98,4	93,1	93,2	-	-	-	117,0	93,4
2018 Mar	99,7	94,2	94,5	-	-	-	117,7	93,9
Abr	99,5	93,9	94,2	-	-	-	117,9	94,0
May	98,1	92,8	92,8	-	-	-	116,6	93,1
Jun	97,9	92,6	92,5	-	-	-	116,7	93,0
Jul	99,2	93,8	93,6	-	-	-	118,2	94,2
Ago	99,0	93,6	93,2	-	-	-	119,0	94,8
Tasa de variación respecto al mes anterior								
2018 Ago	-0,2	-0,3	-0,4	-	-	-	0,7	0,6
Tasa de variación respecto al año anterior								
2018 Ago	-0,1	0,0	-1,1	-	-	-	3,5	2,7

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 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
2018 I TR	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
II TR	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
2018 Mar	7,798	7,438	25,429	7,449	312,194	130,858	4,209	0,883	4,6613	10,161	1,168	1,234
Abr	7,735	7,421	25,365	7,448	311,721	132,158	4,194	0,872	4,6578	10,372	1,189	1,228
May	7,529	7,391	25,640	7,448	316,930	129,572	4,285	0,877	4,6404	10,342	1,178	1,181
Jun	7,551	7,382	25,778	7,449	322,697	128,529	4,304	0,879	4,6623	10,279	1,156	1,168
Jul	7,850	7,397	25,850	7,452	324,597	130,232	4,324	0,887	4,6504	10,308	1,162	1,169
Ago	7,909	7,426	25,681	7,456	323,021	128,200	4,286	0,897	4,6439	10,467	1,141	1,155
Tasa de variación respecto al mes anterior												
2018 Ago	0,7	0,4	-0,7	0,0	-0,5	-1,6	-0,9	1,1	-0,1	1,5	-1,8	-1,2
Tasa de variación respecto al año anterior												
2018 Ago	0,4	0,3	-1,6	0,2	6,1	-1,2	0,4	-1,6	1,4	9,6	0,1	-2,2

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Total ¹⁾			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)												
2017 II TR	24.750,0	25.174,2	-424,2	10.943,9	8.779,9	8.121,0	10.632,4	-46,0	5.048,5	5.761,9	682,7	13.843,7
III TR	24.511,8	24.961,5	-449,7	10.603,3	8.508,3	8.268,7	10.664,8	-57,1	5.022,0	5.788,3	674,8	13.742,3
IV TR	24.655,4	24.897,1	-241,7	10.518,9	8.485,9	8.516,7	10.611,7	-51,7	5.001,8	5.799,5	669,7	13.566,5
2018 I TR	24.600,8	25.193,6	-592,8	10.392,4	8.520,4	8.491,5	10.660,8	-85,6	5.129,1	6.012,4	673,4	13.810,7
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2018 I TR	218,0	223,2	-5,3	92,1	75,5	75,2	94,5	-0,8	45,5	53,3	6,0	122,4
Transacciones												
2017 III TR	69,2	-57,7	126,9	-153,1	-146,3	187,4	53,1	-10,3	44,6	35,6	0,5	-
IV TR	85,2	-67,8	153,0	36,3	-1,9	90,9	23,4	10,7	-54,6	-89,3	1,9	-
2018 I TR	474,8	322,4	152,5	95,2	-38,7	193,5	141,7	-4,2	178,8	219,4	11,6	-
II TR	134,4	117,6	16,9	-10,0	22,6	10,6	-67,9	17,0	110,2	162,9	6,6	-
2018 Ene	347,0	330,3	16,7	42,6	1,4	102,5	84,1	0,2	199,3	244,8	2,3	-
Feb	137,6	101,7	35,8	33,6	0,9	44,6	-3,7	-0,6	60,1	104,5	-0,1	-
Mar	-9,7	-109,6	99,9	18,9	-41,1	46,4	61,3	-3,8	-80,6	-129,8	9,4	-
Abr	94,4	100,2	-5,8	20,4	-13,0	18,0	-9,4	1,7	58,0	122,5	-3,6	-
May	130,1	141,6	-11,5	9,2	27,1	-4,2	-31,3	7,0	115,6	145,9	2,3	-
Jun	-90,0	-124,2	34,2	-39,6	8,5	-3,2	-27,2	8,3	-63,3	-105,5	7,9	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2018 Jun	763,7	314,5	449,2	-31,6	-164,3	482,4	150,1	13,3	279,0	328,7	20,5	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2018 Jun	6,7	2,8	3,9	-0,3	-1,4	4,2	1,3	0,1	2,5	2,9	0,2	-

Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
	1	2	3	4	5	Total construcción	Total maquinaria	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2015	10.532,4	10.057,5	5.742,9	2.172,7	2.109,1	1.015,3	639,3	448,6	32,8	474,9	4.864,5	4.389,5
2016	10.809,4	10.332,9	5.877,1	2.222,8	2.205,2	1.055,2	676,1	468,4	27,8	476,4	4.935,7	4.459,3
2017	11.188,4	10.668,0	6.058,7	2.277,2	2.294,5	1.120,0	713,3	455,7	37,7	520,4	5.288,1	4.767,7
2017 III TR	2.814,2	2.676,2	1.518,1	571,1	574,9	282,0	180,1	111,4	12,2	138,0	1.324,0	1.186,0
IV TR	2.841,1	2.701,2	1.531,5	575,5	587,0	287,5	184,6	113,5	7,2	139,8	1.358,6	1.218,7
2018 I TR	2.861,5	2.721,8	1.544,0	577,8	591,0	292,1	183,6	113,9	9,0	139,7	1.355,1	1.215,4
II TR	2.883,8	2.753,5	1.553,0	584,1	600,7	296,1	188,3	114,8	15,8	130,3	1.369,4	1.239,1
en porcentaje del PIB												
2017	100,0	95,3	54,2	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,3	4,7	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2017 III TR	0,7	0,3	0,4	0,4	-0,1	1,2	2,2	-6,6	-	-	1,3	0,6
IV TR	0,7	0,2	0,2	0,2	1,4	0,8	2,3	1,5	-	-	2,1	1,3
2018 I TR	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,9	-0,5	0,0	-	-	-0,7	-0,3
II TR	0,4	0,6	0,2	0,4	1,2	0,8	2,2	0,7	-	-	0,6	1,1
tasas de variación interanual												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,8	0,5	5,4	15,3	-	-	6,5	7,7
2016	1,9	2,3	2,0	1,9	3,9	2,9	5,6	3,6	-	-	2,9	4,1
2017	2,4	1,7	1,6	1,1	2,5	3,7	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2017 III TR	2,8	2,0	1,9	1,3	2,4	4,0	5,8	-6,0	-	-	5,9	4,2
IV TR	2,7	1,3	1,5	1,2	2,6	4,1	6,7	-6,8	-	-	6,5	3,7
2018 I TR	2,4	1,9	1,6	1,1	3,4	3,5	5,6	0,1	-	-	3,8	2,7
II TR	2,1	1,8	1,3	1,1	2,8	3,7	6,4	-4,5	-	-	3,2	2,7
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2017 III TR	0,7	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,1	0,3	-	-
IV TR	0,7	0,2	0,1	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,4	-	-
2018 I TR	0,4	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	-	-
II TR	0,4	0,6	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	0,9	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2016	1,9	2,2	1,1	0,4	0,8	0,3	0,3	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
2017 III TR	2,8	1,9	1,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-0,3	0,1	0,9	-	-
IV TR	2,7	1,3	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	-0,3	-0,3	1,4	-	-
2018 I TR	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	0,0	0,6	-	-
II TR	2,1	1,7	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	0,2	0,4	-	-

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	9.459,4	158,3	1.904,0	467,1	1.784,3	432,9	470,1	1.077,0	1.029,6	1.807,2	328,7	1.073,1
2016	9.697,5	156,0	1.958,5	484,2	1.829,8	449,3	462,2	1.100,0	1.070,0	1.853,2	334,4	1.111,9
2017	10.030,3	169,3	2.026,6	509,0	1.909,9	466,7	455,1	1.131,6	1.120,8	1.898,7	342,6	1.158,0
2017 III TR	2.523,8	42,6	511,6	128,3	480,4	117,7	114,1	284,2	282,1	476,7	86,2	290,4
IV TR	2.546,9	42,9	519,0	130,4	484,5	118,5	113,9	285,8	285,2	480,0	86,5	294,2
2018 I TR	2.564,5	42,6	517,7	133,1	488,1	120,2	114,5	288,1	289,4	483,6	87,3	297,0
II TR	2.583,9	42,0	521,0	134,9	492,8	121,1	113,4	289,9	292,4	488,9	87,5	299,9
en porcentaje del valor añadido												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,0	4,7	4,5	11,3	11,2	18,9	3,4	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2017 III TR	0,7	0,1	1,5	0,5	0,5	1,6	-0,2	0,4	0,6	0,4	0,5	0,4
IV TR	0,7	0,2	1,3	1,1	0,7	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	0,1	0,6
2018 I TR	0,4	1,4	-0,7	0,9	0,7	2,0	-0,3	0,5	0,9	0,5	0,4	0,4
II TR	0,4	0,2	0,2	0,6	0,5	0,6	0,2	0,1	0,7	0,3	0,1	0,5
tasas de variación interanual												
2015	1,9	-1,4	3,9	0,6	2,2	3,4	-0,2	0,6	2,8	0,9	0,7	3,4
2016	1,8	-1,9	3,1	1,3	1,6	3,4	0,2	0,6	2,6	1,5	0,9	2,9
2017	2,4	1,4	2,9	2,9	3,2	4,6	-1,0	1,3	4,0	1,1	1,2	2,5
2017 III TR	2,9	1,3	4,3	3,3	3,7	4,9	-1,0	1,5	4,4	1,2	1,5	2,4
IV TR	2,8	2,2	3,8	4,1	3,5	4,3	-0,5	1,4	4,5	1,1	1,3	2,2
2018 I TR	2,5	1,5	3,1	3,7	2,8	5,4	-0,2	1,5	3,3	1,6	1,5	1,8
II TR	2,1	1,9	2,3	3,1	2,5	4,6	-0,2	1,3	3,0	1,5	1,1	1,9
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2017 III TR	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
IV TR	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2018 I TR	0,4	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
II TR	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2017 III TR	2,9	0,0	0,9	0,2	0,7	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,1	-
IV TR	2,8	0,0	0,8	0,2	0,7	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	-
2018 I TR	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,3	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	-
II TR	2,1	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Actividad económica

3.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad										
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	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														
en porcentaje del total de personas ocupadas														
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,9	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,0	
2016	100,0	85,4	14,6	3,3	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0	
2017	100,0	85,7	14,3	3,2	14,7	5,9	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0	
tasas de variación interanual														
2015	1,0	1,3	-0,3	-1,1	0,1	0,1	1,4	1,5	-0,4	1,1	2,8	1,1	0,6	
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,1	0,8	-0,2	1,6	2,9	0,0	2,0	2,8	1,4	0,8	
2017	1,6	2,0	-0,5	-0,3	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,3	3,1	1,3	1,4	
2017 III TR	1,7	2,1	-0,5	-1,2	1,4	2,0	1,8	2,9	-1,3	1,2	3,1	1,3	2,1	
IV TR	1,6	2,0	-0,5	-1,0	1,4	2,6	1,5	3,1	-1,6	1,7	3,4	1,3	1,1	
2018 I TR	1,5	1,9	-0,7	-0,7	1,5	2,1	1,5	2,7	-1,0	2,0	3,2	1,3	0,6	
II TR	1,5	1,8	-0,5	-0,4	1,5	2,4	1,2	2,5	-0,8	1,8	3,1	1,2	0,6	
Horas trabajadas														
en porcentaje del total de horas trabajadas														
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2	
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,4	6,6	25,8	2,9	2,7	1,0	13,2	21,9	6,2	
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2	
tasas de variación interanual														
2015	1,2	1,4	0,1	-0,4	0,5	0,6	1,1	2,7	-0,2	1,4	2,9	1,2	1,1	
2016	1,5	1,8	0,1	-0,2	0,9	0,1	1,7	2,5	0,7	2,4	3,0	1,4	1,0	
2017	1,3	1,9	-0,9	-1,1	1,2	1,9	1,4	3,0	-1,5	1,6	3,0	1,1	0,8	
2017 III TR	1,8	2,3	-0,5	-1,1	1,8	2,2	2,0	3,0	-1,2	1,1	3,4	1,2	1,6	
IV TR	1,8	2,4	-0,7	-0,7	2,1	3,6	1,5	3,0	-1,8	3,0	3,6	1,3	0,5	
2018 I TR	1,4	2,0	-1,0	-0,9	1,7	2,1	1,2	2,4	-1,1	2,5	3,2	1,2	0,2	
II TR	1,7	2,3	-0,7	-0,1	1,9	2,5	1,2	2,9	-0,4	1,4	3,6	1,5	1,1	
Horas trabajadas por persona ocupada														
tasas de variación interanual														
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,2	0,2	0,0	0,5	
2016	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	-0,3	0,7	0,4	0,2	0,0	0,2	
2017	-0,3	-0,1	-0,4	-0,8	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,3	0,3	-0,1	-0,3	-0,6	
2017 III TR	0,1	0,2	0,0	0,0	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,1	-0,5	
IV TR	0,1	0,4	-0,2	0,3	0,6	1,0	0,0	-0,1	-0,2	1,3	0,2	0,0	-0,6	
2018 I TR	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	0,0	-0,1	-0,4	
II TR	0,3	0,5	-0,3	0,4	0,4	0,1	0,0	0,4	0,4	-0,4	0,5	0,3	0,5	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Actividad económica

3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

Población activa, millones ¹⁾	Sub-empleo, % de población activa ¹⁾	Desempleo												Tasa de vacantes ²⁾	
		Total		Desempleo de larga duración, % de población activa ¹⁾	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					
2015	160,717	4,6	17,469	10,9	5,6	14,304	9,8	3,165	22,3	9,262	10,7	8,207	11,1	1,5	
2016	162,012	4,3	16,254	10,0	5,0	13,289	9,0	2,964	20,9	8,483	9,7	7,771	10,4	1,7	
2017	162,636	4,1	14,763	9,1	4,4	12,094	8,1	2,669	18,8	7,636	8,7	7,127	9,5	1,9	
2017 III TR	163,319	4,0	14,602	9,0	4,2	11,962	8,0	2,640	18,5	7,568	8,6	7,034	9,3	1,9	
IV TR	163,108	3,9	14,205	8,7	4,2	11,645	7,8	2,560	17,9	7,326	8,4	6,879	9,1	2,0	
2018 I TR	162,582	4,0	13,957	8,6	4,2	11,461	7,7	2,496	17,5	7,205	8,2	6,753	9,0	2,1	
II TR	.	.	13,519	8,3	.	11,107	7,5	2,412	16,9	6,973	7,9	6,546	8,7	2,1	
2018 Feb	-	-	13,956	8,6	-	11,443	7,7	2,513	17,6	7,223	8,2	6,733	8,9	-	
Mar	-	-	13,814	8,5	-	11,355	7,6	2,459	17,2	7,124	8,1	6,691	8,9	-	
Abr	-	-	13,661	8,4	-	11,216	7,5	2,445	17,1	7,056	8,0	6,605	8,7	-	
May	-	-	13,442	8,2	-	11,046	7,4	2,396	16,8	6,930	7,9	6,512	8,6	-	
Jun	-	-	13,454	8,2	-	11,060	7,4	2,394	16,8	6,933	7,9	6,521	8,6	-	
Jul	-	-	13,381	8,2	-	11,017	7,4	2,365	16,6	6,916	7,9	6,466	8,5	-	

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 2015	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	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0					
tasas de variación interanual																			
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,2	0,7	-0,6	3,4	2,9	1,6	4,0	2,7	8,8						
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2						
2017	3,0	3,2	3,7	3,9	1,4	1,3	2,9	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6						
2017 III TR	4,1	4,4	4,7	6,0	1,7	1,4	2,8	8,8	2,6	1,3	4,2	0,4	5,5						
IV TR	4,1	4,8	5,4	6,1	2,2	-0,5	2,8	9,5	2,1	0,9	3,1	0,1	6,3						
2018 I TR	3,2	3,5	3,1	4,4	2,5	0,9	2,6	6,5	1,6	1,5	1,9	0,1	5,3						
II TR	2,2	2,7	1,7	4,2	2,1	-2,3	2,5	4,1	1,6	1,1	2,2	0,6	3,2						
2018 Feb	2,7	2,3	2,6	2,0	2,0	5,1	0,0	5,7	1,8	1,9	1,9	0,7	4,8						
Mar	3,2	2,4	1,7	3,0	2,3	8,9	0,9	4,5	1,7	2,5	1,0	0,7	4,8						
Abr	1,7	2,0	0,8	4,1	1,0	-1,6	1,4	4,1	1,6	-0,4	3,5	0,6	2,7						
May	2,6	3,1	2,5	4,0	3,0	-2,0	2,0	4,4	1,7	2,0	1,8	0,2	2,8						
Jun	2,3	2,9	1,7	4,5	2,1	-3,4	2,6	3,6	1,5	1,8	1,3	1,0	3,9						
Jul	-0,1	0,2	-0,1	1,4	-0,7	-2,1	.	1,1	1,4	0,9	1,3	.	.						
tasas de variación intermensual (d.)																			
2018 Feb	-0,8	-1,9	-0,8	-3,5	-1,1	7,0	-0,7	-0,6	0,3	1,1	-0,3	0,9	-0,7						
Mar	0,4	0,5	-0,2	-0,7	1,5	0,8	-0,2	-0,7	0,6	0,8	0,0	-0,1	-0,1						
Abr	-0,8	-0,2	-0,7	2,3	-1,6	-5,9	1,4	-0,5	-0,2	-1,4	1,7	-0,2	-1,9						
May	1,4	1,5	1,7	0,7	2,8	0,3	0,3	1,7	0,3	1,3	-0,8	0,7	2,2						
Jun	-0,8	-0,8	-0,5	-1,9	-1,1	-0,2	0,2	-1,3	0,3	0,5	-0,2	0,8	-0,6						
Jul	-0,8	-0,7	-0,8	0,8	-1,3	0,7	.	-0,2	-0,6	0,4	-0,7	.	.						

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

3 Actividad económica

3.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (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		Indice 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	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 III TR	111,8	6,1	83,7	-1,5	-2,2	1,9	14,5	90,1	57,4	58,0	55,3	56,0
IV TR	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 I TR	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
II TR	112,5	7,0	84,2	0,0	5,8	0,3	14,5	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
2018 Mar	112,8	7,0	-	0,1	5,2	0,8	16,0	-	56,6	55,9	54,9	55,2
Abr	112,7	7,3	84,3	0,3	4,6	-0,7	14,7	90,2	56,2	56,2	54,7	55,1
May	112,5	6,9	-	0,2	7,1	0,7	14,4	-	55,5	54,8	53,8	54,1
Jun	112,3	6,9	-	-0,6	5,6	0,7	14,4	-	54,9	54,2	55,2	54,9
Jul	112,1	5,8	84,1	-0,5	5,4	0,3	15,3	90,6	55,1	54,4	54,2	54,3
Ago	111,6	5,5	-	-1,9	6,4	1,7	14,7	-	54,6	54,7	54,4	54,5

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

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

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

Tasa de ahorro (bruta) ¹⁾	Hogares							Sociedades no financieras					
	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación	
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada)	Tasas de variación interanual						Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	12,5	94,1	1,6	2,0	1,4	3,0	1,8	33,9	7,2	136,0	4,6	9,3	2,5
2016	12,2	94,2	1,9	2,0	6,0	3,4	2,7	33,0	8,0	136,7	3,8	1,6	2,0
2017	12,0	94,0	1,3	2,0	6,7	5,0	5,5	33,9	7,7	133,8	3,6	7,0	2,0
2017 II TR	12,0	94,1	1,1	2,0	5,0	4,4	3,8	33,5	7,3	135,3	4,2	10,0	2,4
III TR	11,9	94,0	1,6	2,0	6,5	4,7	4,7	33,7	7,4	134,0	4,2	3,7	2,4
IV TR	12,0	94,0	1,5	2,0	6,5	5,0	5,5	33,9	7,7	133,8	3,6	3,6	2,0
2018 I TR	12,0	93,7	1,9	1,9	5,7	4,6	5,8	33,9	7,8	133,7	2,8	1,6	1,4

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 ¹⁾
	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 III TR	988,9	873,2	115,7	575,6	482,9	214,5	186,3	171,9	138,5	26,9	65,4	7,1	8,4
IV TR	996,3	893,9	102,4	590,1	496,3	218,0	190,2	160,1	144,8	28,0	62,5	12,1	10,4
2018 I TR	985,5	874,4	111,1	579,7	489,2	213,5	186,1	164,0	139,5	28,3	59,6	9,1	6,4
II TR	987,1	909,9	77,2	578,4	511,6	215,5	187,9	166,6	148,9	26,6	61,5	7,3	6,1
2018 Ene	328,1	291,9	36,3	197,1	166,5	71,1	61,6	50,8	44,7	9,2	19,1	3,0	1,9
Feb	327,1	288,3	38,8	190,7	161,2	70,6	61,6	56,9	48,3	8,9	17,2	2,2	1,6
Mar	330,2	294,2	36,0	191,9	161,5	71,8	62,9	56,3	46,4	10,2	23,3	3,9	2,9
Abr	328,7	299,4	29,3	189,9	168,2	72,1	62,4	57,6	48,8	9,1	20,0	2,1	2,0
May	329,1	304,7	24,4	192,2	170,4	72,3	63,4	55,5	52,1	9,0	18,9	2,3	2,1
Jun	329,3	305,7	23,5	196,2	173,0	71,1	62,2	53,5	48,0	8,5	22,6	2,9	1,9
transacciones acumuladas de 12 meses													
2018 Jun	3.957,7	3.551,4	406,3	2.323,7	1.980,0	861,5	750,6	662,5	571,8	109,9	249,0	35,6	31,2
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB													
2018 Jun	34,7	31,2	3,6	20,4	17,4	7,6	6,6	5,8	5,0	1,0	2,2	0,3	0,3

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

3.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro¹⁾, en términos nominales y reales por grupos de productos²⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

Exporta- ciones	Importa- ciones	Exportaciones (FOB)			Importaciones (CIF)						Pro memoria: Manu- facturas		
		Total			Pro memoria: Manu- facturas			Total					
		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufac- turas	Petró- leo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2017 III TR	6,0	8,0	546,8	257,0	114,6	164,1	459,7	485,9	272,9	81,0	123,1	355,1	48,5
IV TR	6,1	7,7	561,7	268,2	116,0	167,0	471,3	501,2	285,2	81,4	125,5	360,7	58,7
2018 I TR	2,1	1,9	560,7	269,7	113,5	168,1	469,5	503,6	291,1	81,1	123,4	356,8	65,0
II TR	4,2	5,7	566,0				472,6	514,6				361,0	
2018 Ene	9,1	6,2	190,3	92,8	38,2	56,6	158,8	170,9	98,7	27,7	41,7	120,7	23,1
Feb	1,8	1,7	183,9	88,6	37,4	54,7	153,9	165,8	96,3	26,1	40,2	117,4	21,5
Mar	-3,2	-2,0	186,5	88,3	38,0	56,8	156,8	166,9	96,0	27,3	41,4	118,7	20,3
Abr	8,2	8,5	187,4	88,7	39,2	55,4	156,6	169,7	98,6	26,0	42,5	119,6	21,1
May	-0,9	0,6	187,8	89,9	38,0	55,0	157,4	170,9	99,3	26,5	41,9	121,7	21,4
Jun	5,7	8,5	190,8				158,5	174,0				119,7	
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2017 III TR	3,7	3,4	123,7	121,8	124,8	127,9	124,0	114,2	113,9	115,8	114,1	117,9	100,2
IV TR	4,4	4,1	126,3	125,8	125,8	130,2	126,8	114,8	114,7	113,3	115,7	118,5	105,9
2018 I TR	2,3	1,9	125,7	125,4	123,1	131,6	126,2	114,2	114,7	112,3	114,8	117,0	110,3
2017 Dic	-0,3	0,0	128,8	127,6	130,2	132,6	129,9	114,0	115,1	106,9	114,3	117,4	111,2
2018 Ene	8,6	5,1	127,5	129,0	123,5	132,6	127,7	114,6	115,4	112,4	114,7	117,2	114,1
Feb	2,2	2,4	124,1	124,0	122,1	128,3	124,3	113,5	114,4	110,6	112,8	116,3	110,4
Mar	-2,5	-1,5	125,7	123,2	123,6	133,8	126,5	114,4	114,4	114,0	116,9	117,5	106,3
Abr	8,2	7,4	125,8	123,2	127,2	130,1	125,9	114,7	115,8	106,4	118,8	117,2	104,6
May	-1,3	-2,0	125,3	124,3	123,3	127,5	126,1	115,3	115,1	111,6	117,9	120,2	99,6

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

4 Precios y costes

4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Índice: 2015 = 100	Total			Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾								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 III TR	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,3	0,1	-0,9	0,3	1,5	1,1
IV TR	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,5	0,5	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2
2018 I TR	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9
II TR	103,7	1,7	0,9	2,0	1,3	0,5	0,8	0,7	0,0	1,9	0,5	1,7	1,6
2018 Mar	103,0	1,3	1,0	1,2	1,5	0,1	0,7	0,1	-0,1	-0,8	0,3	1,2	2,0
Abr	103,3	1,3	0,8	1,4	1,0	0,1	0,3	0,2	0,0	0,8	0,0	1,2	1,6
May	103,8	1,9	1,1	2,1	1,6	0,4	0,0	0,7	0,0	2,2	0,3	1,9	1,6
Jun	104,0	2,0	0,9	2,5	1,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,9	0,0	2,0	1,6
Jul	103,6	2,1	1,1	2,8	1,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,7	0,2	2,1	2,4
Ago ³⁾	103,8	2,0	1,0	-	1,3	0,1	0,2	0,4	0,0	0,4	0,0	-	-
Bienes													
Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Servicios			Varios		
Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alquileres	20	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	23	24	25
14	15	16	17	18	19	21	22	23	24	25			
% del total en 2017	19,6	12,1	7,5	36,0	26,3	9,7	10,6	6,4	7,3	3,2	15,3	8,1	
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 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	
2018 I TR	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2	
II TR	2,6	2,7	2,3	1,7	0,3	5,5	1,2	1,2	1,3	-0,7	1,8	1,3	
2018 Mar	2,1	2,9	0,8	0,7	0,2	2,0	1,3	1,3	1,9	-0,9	2,1	1,2	
Abr	2,4	3,0	1,5	0,9	0,3	2,6	1,3	1,3	0,8	-0,7	1,2	1,2	
May	2,5	2,6	2,4	1,8	0,3	6,1	1,3	1,3	1,7	-0,6	2,5	1,3	
Jun	2,7	2,6	2,9	2,4	0,4	8,0	1,1	1,0	1,5	-0,8	1,7	1,3	
Jul	2,5	2,4	2,6	2,9	0,5	9,5	1,1	1,1	1,3	-0,6	2,1	1,4	
Ago ³⁾	2,5	2,4	2,5	-	0,3	9,2	-	-	-	-	-	-	

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 ¹⁾										Cons-trucción	Precios de los inmuebles residen-ciales ²⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ²⁾			
	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	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9	11	12	13			
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,4	1,7	2,3			
2016	97,8	-2,2	-1,4	-0,5	-1,6	0,4	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,4	5,0			
2017	100,8	3,1	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,7	0,2	5,9	2,1	3,7	5,1			
2017 III TR	100,5	2,4	2,7	2,1	3,0	1,0	2,2	3,1	0,2	3,3	1,9	3,7	5,7			
IV TR	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,6	2,0	0,3	3,8	2,4	3,9	6,6			
2018 I TR	102,5	1,8	1,7	1,6	2,4	1,0	0,9	1,1	0,5	2,2	2,3	4,3	.			
II TR	103,2	2,8	2,7	1,4	2,5	1,0	0,4	0,2	0,5	6,9	.	.	.			
2018 Feb	102,5	1,7	1,4	1,6	2,4	1,0	0,8	1,0	0,5	1,9	-	-	-			
Mar	102,5	2,0	1,7	1,4	2,2	1,0	0,9	1,2	0,5	3,6	-	-	-			
Abr	102,5	1,9	1,8	1,3	2,1	1,0	0,5	0,4	0,4	3,5	-	-	-			
May	103,3	3,0	2,9	1,4	2,4	1,0	0,4	0,1	0,5	7,7	-	-	-			
Jun	103,7	3,6	3,4	1,6	3,0	1,1	0,2	0,0	0,5	9,5	-	-	-			
Jul	104,1	4,0	3,4	1,7	3,2	1,1	0,1	-0,3	0,6	10,7	-	-	-			

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 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 ¹⁾	Importa-ciones ¹⁾		Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾			
			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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	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	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7	
2016	106,8	0,7	0,4	0,3	0,4	0,7	-1,4	-2,4	39,9	-3,7	-4,0	-3,3	-7,4	-10,4	-3,0	
2017	107,9	1,1	1,5	1,5	1,3	1,5	1,8	2,9	48,1	5,9	-3,5	16,4	5,5	-3,2	17,5	
2017 III TR	108,2	1,3	1,6	1,4	1,3	1,5	1,4	2,0	44,0	2,0	-7,4	12,3	2,7	-5,7	13,5	
IV TR	108,5	1,3	1,6	1,4	1,5	1,6	1,2	1,8	52,2	-2,5	-9,5	4,6	0,0	-5,2	6,3	
2018 I TR	108,8	1,5	1,4	1,2	1,4	1,7	0,4	0,3	54,6	-8,9	-14,5	-3,6	-7,6	-12,6	-1,9	
II TR	109,3	1,4	1,6	1,5	1,8	1,9	1,1	1,6	62,6	1,6	-6,5	9,6	1,2	-7,1	10,9	
2018 Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	53,9	-9,3	-12,8	-6,0	-8,8	-12,3	-4,8	
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	58,4	-4,9	-10,2	0,1	-5,2	-11,1	1,5	
May	-	-	-	-	-	-	-	-	64,9	3,9	-4,8	12,6	3,2	-5,8	13,8	
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	64,4	6,2	-4,6	17,0	5,8	-4,2	18,0	
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	63,7	1,6	-6,3	9,7	2,5	-4,4	11,2	
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	63,3	2,6	-1,8	6,5	4,8	1,9	8,1	

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	-	-	-3,1	33,5	57,2	56,5	-	49,8
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 III TR	8,1	4,3	6,6	3,4	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4
IV TR	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2018 I TR	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9
II TR	9,8	6,7	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	52,3
2018 Mar	11,9	6,4	8,3	11,8	16,5	65,8	56,3	57,3	52,1
Abr	9,9	6,1	9,0	9,8	16,3	63,9	56,5	57,5	51,8
May	9,3	7,3	9,0	14,3	18,0	65,3	57,6	56,4	52,0
Jun	10,1	6,8	9,0	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	53,2
Jul	9,6	6,8	9,0	12,3	20,7	66,6	57,9	55,6	53,0
Ago	10,3	7,8	9,2	13,0	19,6	65,3	58,1	55,1	52,7

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

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: índicador de salarios negociados ¹⁾	
			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	2,0	0,7	1,6	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,4	1,6	1,4
2017	107,5	1,6	1,7	1,2	1,7	1,7	1,4	1,5
2017 III TR	104,2	1,6	1,6	1,4	1,8	1,8	1,0	1,5
IV TR	114,0	1,4	1,5	0,8	1,6	1,6	0,9	1,5
2018 I TR	102,5	2,0	1,8	2,6	2,4	2,4	1,1	1,7
II TR	.	.	.	.	.	.	.	2,2

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 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										Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
			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 profesio- nales, administra- tivas y ser- vicios auxiliares	Actividades pública, educa- ción, activida- des sanitarias y de ser- vicios sociales		
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios													
2015	104,7	0,5	1,5	-1,6	0,8	0,6	0,9	0,7	2,6	1,6	1,3	1,3	1,8
2016	105,4	0,7	2,3	-1,1	0,0	1,4	-0,3	2,0	3,8	0,9	1,2	1,2	1,8
2017	106,2	0,8	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,3	4,4	2,2	1,5	1,5	1,6
2017 III TR	106,2	0,4	-0,4	-1,4	-0,5	0,0	0,3	0,1	4,2	2,2	1,3	1,3	1,5
IV TR	106,6	0,7	-0,9	-0,5	0,1	-0,3	0,7	-0,4	4,6	2,2	1,7	1,7	1,5
2018 I TR	107,0	1,0	0,6	0,0	-0,5	0,7	-0,1	1,0	4,0	2,2	1,6	1,6	1,2
II TR	107,8	1,7	0,3	1,5	0,8	1,0	0,7	1,1	3,8	2,9	2,0	2,0	1,8
Remuneración por asalariado													
2015	108,1	1,5	1,3	2,1	1,3	1,4	2,7	0,9	2,1	1,6	1,2	1,2	1,9
2016	109,4	1,2	0,4	1,1	1,5	1,3	0,2	2,2	2,4	0,7	1,3	1,3	1,9
2017	111,1	1,5	1,5	1,5	1,1	1,5	1,6	0,6	4,3	3,2	1,3	1,3	1,4
2017 III TR	111,4	1,6	2,0	1,4	0,8	1,8	2,3	0,3	4,4	3,4	1,2	1,2	0,8
IV TR	112,1	1,8	2,3	1,9	1,6	1,7	1,9	0,7	4,3	3,2	1,5	1,5	1,7
2018 I TR	112,6	1,9	2,8	1,6	1,1	2,0	2,6	1,9	3,5	2,4	1,9	1,9	2,2
II TR	113,4	2,3	2,6	2,3	1,4	2,2	2,8	1,7	3,3	2,8	2,3	2,3	2,4
Productividad del trabajo por persona ocupada													
2015	103,3	1,0	-0,3	3,7	0,5	0,8	1,8	0,2	-0,6	0,1	-0,2	0,1	0,1
2016	103,8	0,5	-1,8	2,3	1,5	-0,1	0,5	0,2	-1,4	-0,2	0,1	0,1	0,1
2017	104,6	0,8	1,7	1,7	1,1	1,5	1,4	0,3	-0,1	0,9	-0,2	-0,3	-0,3
2017 III TR	104,9	1,1	2,5	2,9	1,3	1,8	1,9	0,3	0,2	1,3	-0,1	-0,1	-0,6
IV TR	105,2	1,1	3,2	2,4	1,5	2,0	1,1	1,1	-0,2	1,0	-0,2	0,2	0,2
2018 I TR	105,2	0,9	2,2	1,5	1,6	1,3	2,7	0,8	-0,5	0,2	0,3	0,3	0,9
II TR	105,2	0,6	2,4	0,7	0,6	1,2	2,1	0,6	-0,5	-0,1	0,3	0,3	0,6
Remuneración por hora trabajada													
2015	109,8	1,3	1,4	1,7	0,7	1,5	1,5	0,8	1,5	1,2	1,2	1,2	1,6
2016	111,0	1,0	0,0	1,0	1,5	1,0	0,5	1,6	2,2	0,3	1,4	1,4	1,7
2017	112,8	1,6	1,2	1,5	0,9	1,7	1,5	0,8	3,6	3,0	1,6	1,6	1,7
2017 III TR	112,6	1,3	0,3	0,9	0,0	1,6	1,9	0,1	3,6	2,9	1,3	1,3	1,1
IV TR	113,4	1,4	1,2	1,1	0,7	1,4	1,7	0,6	2,2	2,8	1,4	1,4	1,9
2018 I TR	113,9	1,8	2,6	1,3	0,6	2,0	2,8	2,1	2,5	2,2	1,9	2,1	2,1
II TR	114,4	1,8	0,5	1,8	0,9	1,9	2,2	1,3	3,0	2,3	2,0	2,0	1,1
Productividad del trabajo por hora													
2015	105,2	0,9	-1,0	3,3	0,0	1,1	0,7	0,1	-0,8	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4
2016	105,7	0,4	-1,7	2,2	1,2	-0,2	0,9	-0,5	-1,8	-0,4	0,1	0,1	-0,1
2017	106,7	1,0	2,5	1,7	1,0	1,9	1,6	0,6	-0,4	1,0	0,1	0,1	0,4
2017 III TR	106,6	1,0	2,4	2,4	1,1	1,7	1,9	0,1	0,3	1,0	0,0	0,0	-0,1
IV TR	107,1	0,9	2,9	1,8	0,5	2,0	1,2	1,3	-1,5	0,8	-0,2	0,8	0,8
2018 I TR	107,2	1,0	2,4	1,4	1,5	1,5	3,0	1,0	-1,0	0,2	0,4	0,4	1,3
II TR	106,9	0,4	2,0	0,3	0,5	1,2	1,7	0,2	-0,1	-0,6	0,0	0,0	0,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Dinero y crédito

5.1 Agregados monetarios¹⁾

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

	M3											
	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	1.075,5	6.083,9	7.159,4	1.329,8	2.221,2	3.551,0	10.710,4	70,4	523,2	91,7	685,2	11.395,7
2017	1.112,0	6.635,7	7.747,7	1.194,4	2.261,2	3.455,6	11.203,3	75,7	509,4	75,8	660,8	11.864,1
2017 III TR	1.104,8	6.531,0	7.635,8	1.224,1	2.251,4	3.475,4	11.111,3	66,6	530,5	77,4	674,6	11.785,8
IV TR	1.112,0	6.635,7	7.747,7	1.194,4	2.261,2	3.455,6	11.203,3	75,7	509,4	75,8	660,8	11.864,1
2018 I TR	1.113,4	6.746,1	7.859,5	1.171,5	2.258,5	3.430,0	11.289,5	71,6	505,7	74,6	651,9	11.941,4
II TR	1.133,3	6.906,2	8.039,5	1.183,4	2.269,8	3.453,2	11.492,7	73,9	506,7	69,2	649,8	12.142,5
2018 Feb	1.115,6	6.720,6	7.836,1	1.178,4	2.258,0	3.436,4	11.272,5	72,8	502,5	63,0	638,3	11.910,8
Mar	1.113,4	6.746,1	7.859,5	1.171,5	2.258,5	3.430,0	11.289,5	71,6	505,7	74,6	651,9	11.941,4
Abr	1.122,2	6.759,0	7.881,2	1.158,9	2.263,4	3.422,3	11.303,5	77,4	510,6	75,3	663,3	11.966,7
May	1.128,3	6.850,3	7.978,6	1.163,1	2.265,3	3.428,4	11.407,0	71,3	504,4	65,1	640,8	12.047,8
Jun	1.133,3	6.906,2	8.039,5	1.183,4	2.269,8	3.453,2	11.492,7	73,9	506,7	69,2	649,8	12.142,5
Jul (p)	1.136,5	6.913,5	8.050,0	1.158,2	2.277,5	3.435,7	11.485,7	67,0	511,4	65,6	644,0	12.129,7
	Operaciones											
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-24,9	486,2
2016	37,9	541,7	579,6	-105,4	16,0	-89,3	490,3	-4,2	38,0	16,9	50,7	541,0
2017	36,6	588,3	624,9	-112,3	36,3	-76,0	548,9	6,7	-13,7	-19,1	-26,0	522,8
2017 III TR	9,4	157,0	166,4	-32,9	10,8	-22,1	144,3	-1,1	16,8	3,1	18,9	163,1
IV TR	7,2	109,0	116,2	-21,6	9,9	-11,7	104,5	9,4	-21,4	-5,9	-17,9	86,7
2018 I TR	1,4	107,2	108,6	-21,2	5,9	-15,3	93,3	-3,9	-3,6	-0,2	-7,6	85,7
II TR	19,9	149,5	169,4	8,6	10,6	19,2	188,6	-0,9	1,3	-7,2	-6,8	181,8
2018 Feb	1,1	30,1	31,2	-21,1	1,1	-20,1	11,1	-2,1	-12,1	0,6	-13,6	-2,5
Mar	-2,2	27,2	25,1	-6,3	0,6	-5,7	19,3	-1,2	3,4	12,3	14,6	33,9
Abr	8,8	9,6	18,4	-13,3	4,9	-8,4	10,0	3,0	4,8	0,2	8,0	18,0
May	6,2	84,8	90,9	1,4	1,5	2,9	93,8	-6,6	-6,1	-11,1	-23,8	70,0
Jun	5,0	55,2	60,2	20,6	4,1	24,7	84,8	2,7	2,6	3,8	9,0	93,9
Jul (p)	2,1	8,2	10,3	-24,2	7,7	-16,5	-6,2	-6,8	4,5	-3,3	-5,7	-11,9
	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	3,7	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	22,2	8,0	5,0
2017	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2017 III TR	3,6	11,0	9,9	-10,4	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-10,8	1,3	5,2
IV TR	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2018 I TR	2,4	8,5	7,6	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
II TR	3,5	8,2	7,5	-5,3	1,7	-0,9	4,8	5,2	-1,3	-13,0	-2,0	4,5
2018 Feb	2,8	9,4	8,4	-9,3	1,8	-2,3	4,9	7,7	-2,3	-32,4	-5,4	4,3
Mar	2,4	8,5	7,6	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
Abr	2,8	7,8	7,0	-8,4	1,8	-1,9	4,2	5,3	-1,7	-5,4	-1,4	3,8
May	3,2	8,3	7,5	-7,6	1,7	-1,7	4,6	-3,6	-2,9	-20,9	-5,1	4,0
Jun	3,5	8,2	7,5	-5,3	1,7	-0,9	4,8	5,2	-1,3	-13,0	-2,0	4,5
Jul (p)	3,6	7,5	6,9	-6,5	1,9	-1,1	4,4	-2,1	-1,3	-16,1	-3,1	4,0

Fuente: BCE.

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

5 Dinero y crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
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	2.082,5	1.617,4	296,5	160,3	8,4	6.052,3	3.400,9	644,8	2.004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2.244,0	1.787,8	287,1	159,7	9,5	6.300,9	3.696,7	561,5	2.042,0	0,6	1.009,9	202,2	409,9
2017 III TR	2.219,9	1.770,4	286,0	158,3	5,3	6.255,9	3.633,7	583,6	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
IV TR	2.244,0	1.787,8	287,1	159,7	9,5	6.300,9	3.696,7	561,5	2.042,0	0,6	1.009,9	202,2	409,9
2018 I TR	2.258,6	1.820,7	273,3	157,1	7,6	6.375,2	3.788,4	542,8	2.042,5	1,5	991,1	209,5	413,2
II TR	2.298,7	1.856,8	278,6	156,4	6,9	6.462,8	3.870,2	535,9	2.055,7	1,0	1.025,1	220,7	425,9
2018 Feb	2.267,3	1.813,5	287,0	157,9	8,9	6.359,5	3.767,5	548,7	2.041,5	1,8	981,3	207,9	413,8
Mar	2.258,6	1.820,7	273,3	157,1	7,6	6.375,2	3.788,4	542,8	2.042,5	1,5	991,1	209,5	413,2
Abr	2.270,1	1.837,6	269,5	155,4	7,7	6.406,2	3.815,3	539,4	2.049,7	1,8	953,2	211,5	417,7
May	2.296,2	1.863,5	269,9	156,2	6,7	6.432,8	3.843,0	536,6	2.051,9	1,3	985,2	217,7	418,1
Jun	2.298,7	1.856,8	278,6	156,4	6,9	6.462,8	3.870,2	535,9	2.055,7	1,0	1.025,1	220,7	425,9
Jul ^(p)	2.295,5	1.861,9	270,1	156,1	7,4	6.490,9	3.893,5	533,1	2.062,5	1,8	990,3	216,7	422,7
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	128,2	151,8	-24,0	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,2	180,4	-3,2	-0,2	1,1	253,9	303,7	-81,9	33,4	-1,3	54,1	5,9	26,9
2017 III TR	34,8	41,7	-6,0	0,3	-1,1	65,9	75,1	-16,8	8,0	-0,3	12,2	4,8	16,1
IV TR	23,2	16,4	1,2	1,4	4,2	47,6	65,2	-21,8	5,5	-1,3	42,6	2,2	-8,9
2018 I TR	17,4	34,9	-12,9	-2,7	-1,9	76,6	84,8	-18,4	9,4	0,9	-16,8	7,6	3,2
II TR	32,6	31,6	2,6	-0,8	-0,7	85,3	80,9	-7,8	12,6	-0,5	26,8	10,8	12,3
2018 Feb	-18,4	-11,4	-5,5	0,3	-1,7	28,9	35,0	-7,6	1,4	0,1	-7,5	3,9	1,0
Mar	-7,7	7,8	-13,5	-0,8	-1,3	16,2	21,1	-5,8	1,1	-0,3	10,4	2,1	-0,6
Abr	9,5	15,5	-4,4	-1,7	0,1	30,2	26,5	-3,8	7,1	0,3	-41,7	1,8	4,4
May	21,4	23,4	-1,8	0,8	-1,0	25,0	27,3	-3,6	1,9	-0,5	28,5	5,9	0,2
Jun	1,7	-7,3	8,7	0,1	0,2	30,1	27,1	-0,4	3,6	-0,3	39,9	3,1	7,7
Jul ^(p)	-2,1	5,9	-8,2	-0,3	0,5	28,4	23,5	-2,6	6,8	0,7	-34,4	-3,9	-3,2
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	-1,1	-0,1	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2017 III TR	8,1	12,2	-7,4	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
IV TR	8,6	11,2	-1,1	-0,1	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 I TR	5,3	8,1	-7,6	-0,2	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,4	10,4	5,4
II TR	4,9	7,2	-5,2	-1,2	6,8	4,5	8,6	-10,8	1,8	-54,2	6,7	13,0	5,6
2018 Feb	6,7	9,0	-2,9	0,1	31,1	4,2	8,7	-12,5	1,7	-33,3	7,0	6,0	5,7
Mar	5,3	8,1	-7,6	-0,2	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,4	10,4	5,4
Abr	5,5	8,3	-7,6	-0,6	13,4	4,2	8,4	-12,0	1,8	-40,6	1,6	7,2	5,0
May	5,7	8,7	-8,2	-0,9	7,1	4,2	8,5	-11,7	1,7	-48,3	3,7	11,6	4,5
Jun	4,9	7,2	-5,2	-1,2	6,8	4,5	8,6	-10,8	1,8	-54,2	6,7	13,0	5,6
Jul ^(p)	4,4	6,8	-7,1	-1,0	20,6	4,7	8,7	-10,4	2,0	-13,9	1,9	11,8	3,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos						Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios
					Total	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2015	3.901,4	1.113,6	2.785,4	12.599,6	10.509,4	10.804,8	4.285,9	5.310,8	789,0	123,8	1.307,8	782,4
2016	4.393,8	1.083,6	3.297,1	12.877,2	10.707,8	10.978,8	4.310,1	5.449,0	836,0	112,7	1.385,4	784,0
2017	4.631,3	1.032,7	3.584,7	13.112,9	10.871,3	11.168,3	4.324,9	5.598,1	839,6	108,7	1.440,1	801,5
2017 III TR	4.548,3	1.050,5	3.483,6	13.048,9	10.816,0	11.103,5	4.302,2	5.556,2	845,6	111,9	1.439,0	794,0
IV TR	4.631,3	1.032,7	3.584,7	13.112,9	10.871,3	11.168,3	4.324,9	5.598,1	839,6	108,7	1.440,1	801,5
2018 I TR	4.600,7	1.021,7	3.565,2	13.196,1	10.945,8	11.232,8	4.344,9	5.631,8	857,1	112,0	1.466,4	783,9
II TR	4.599,8	1.017,9	3.567,6	13.280,1	10.995,9	11.332,4	4.354,8	5.659,7	861,1	120,3	1.497,2	787,0
2018 Feb	4.598,6	1.023,6	3.560,7	13.188,5	10.936,3	11.224,7	4.349,3	5.615,1	858,1	113,8	1.459,5	792,8
Mar	4.600,7	1.021,7	3.565,2	13.196,1	10.945,8	11.232,8	4.344,9	5.631,8	857,1	112,0	1.466,4	783,9
Abr	4.594,5	1.021,6	3.559,0	13.252,6	10.964,5	11.256,1	4.358,6	5.644,5	843,4	117,9	1.484,3	803,8
May	4.576,9	1.023,3	3.539,3	13.302,0	11.010,0	11.302,0	4.384,5	5.650,5	854,4	120,6	1.490,5	801,5
Jun	4.599,8	1.017,9	3.567,6	13.280,1	10.995,9	11.332,4	4.354,8	5.659,7	861,1	120,3	1.497,2	787,0
Jul (p)	4.618,4	1.010,4	3.593,8	13.333,9	11.024,8	11.351,2	4.382,6	5.676,9	844,8	120,6	1.520,0	789,0
Operaciones												
2015	295,0	-21,3	316,0	83,8	56,7	76,4	-16,6	101,2	-22,2	-5,7	25,6	1,5
2016	487,4	-34,5	521,8	317,6	233,9	257,9	82,4	119,7	42,9	-11,1	79,7	4,0
2017	290,6	-43,1	333,1	361,2	272,1	315,5	82,4	173,0	20,4	-3,7	64,2	24,8
2017 III TR	88,7	-10,8	99,6	74,2	75,9	86,8	21,4	40,6	14,5	-0,7	2,3	-4,0
IV TR	90,1	-15,8	105,8	87,6	74,9	92,3	33,6	48,3	-3,8	-3,2	5,9	6,8
2018 I TR	-39,9	-10,2	-29,7	115,6	101,9	97,6	39,7	39,2	19,7	3,4	28,9	-15,2
II TR	35,5	-4,3	39,5	89,0	55,4	108,5	14,2	36,0	-2,9	8,1	31,2	2,4
2018 Feb	3,1	-7,5	10,5	-2,1	0,7	-3,3	-4,0	10,4	-7,0	1,3	6,6	-5,1
Mar	-12,8	-2,0	-10,4	29,4	30,2	31,6	11,9	20,8	-0,8	-1,7	7,5	-8,3
Abr	-4,0	-0,1	-3,9	46,2	13,9	17,9	13,6	12,2	-17,7	5,8	17,6	14,7
May	25,9	1,3	24,3	56,3	48,5	51,9	26,7	11,2	8,1	2,6	6,2	1,5
Jun	13,6	-5,5	19,1	-13,5	-7,0	38,6	-26,1	12,6	6,8	-0,2	7,3	-13,8
Jul (p)	26,6	-6,1	32,7	57,5	35,2	25,0	30,4	19,1	-14,5	0,2	22,8	-0,5
Tasas de crecimiento												
2015	8,2	-1,9	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,4	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,3	4,6	3,2
2017 III TR	8,3	-4,0	12,7	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,5	2,0	5,7	2,6
IV TR	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,3	4,6	3,2
2018 I TR	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,3	-0,4	4,0	-0,1
II TR	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,3	6,8	4,8	-1,3
2018 Feb	5,2	-4,1	8,2	2,8	2,7	3,1	2,0	2,9	4,5	2,0	5,0	1,1
Mar	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,3	-0,4	4,0	-0,1
Abr	3,2	-4,0	5,5	2,9	2,7	3,1	2,4	3,0	2,7	3,7	5,2	1,9
May	3,4	-3,6	5,6	3,2	3,1	3,3	2,8	3,1	3,8	8,1	4,6	2,0
Jun	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,3	6,8	4,8	-1,3
Jul (p)	3,7	-3,9	6,1	3,0	3,0	3,4	3,0	3,3	1,2	5,6	5,0	-1,0

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 euro¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾				Hogares ³⁾					
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Saldos vivos										
2015	4.285,9	4.268,5	1.041,5	760,8	2.483,6	5.310,8	5.643,8	595,9	3.949,4	765,5
2016	4.310,1	4.309,7	1.001,9	796,5	2.511,7	5.449,0	5.728,9	615,9	4.083,2	749,9
2017	4.324,9	4.364,5	977,1	820,3	2.527,4	5.598,1	5.865,8	653,1	4.215,6	729,3
2017 III TR	4.302,2	4.323,5	977,5	811,7	2.513,0	5.556,2	5.830,5	644,9	4.178,9	732,5
IV TR	4.324,9	4.364,5	977,1	820,3	2.527,4	5.598,1	5.865,8	653,1	4.215,6	729,3
2018 I TR	4.344,9	4.380,1	1.001,5	819,8	2.523,5	5.631,8	5.905,2	663,0	4.242,3	726,5
II TR	4.354,8	4.421,9	986,4	827,9	2.540,5	5.659,7	5.941,3	670,1	4.273,8	715,8
2018 Feb	4.349,3	4.381,6	988,9	824,3	2.536,1	5.615,1	5.892,3	662,2	4.225,3	727,6
Mar	4.344,9	4.380,1	1.001,5	819,8	2.523,5	5.631,8	5.905,2	663,0	4.242,3	726,5
Abr	4.358,6	4.393,3	1.004,9	821,5	2.532,2	5.644,5	5.919,2	668,3	4.250,1	726,2
May	4.384,5	4.415,4	1.012,6	823,9	2.548,0	5.650,5	5.927,8	670,1	4.257,6	722,8
Jun	4.354,8	4.421,9	986,4	827,9	2.540,5	5.659,7	5.941,3	670,1	4.273,8	715,8
Jul ^(p)	4.382,6	4.442,5	998,0	832,8	2.551,9	5.676,9	5.955,7	675,1	4.286,6	715,2
Operaciones										
2015	-16,6	20,7	-62,4	31,8	14,0	101,2	79,3	22,7	80,2	-1,8
2016	82,4	99,6	-15,8	44,0	54,3	119,7	113,8	23,5	105,4	-9,3
2017	82,4	132,9	0,7	37,1	44,6	173,0	165,8	44,0	134,2	-5,1
2017 III TR	21,4	33,3	-5,9	16,9	10,4	40,6	36,0	10,9	33,3	-3,6
IV TR	33,6	56,6	3,4	10,8	19,5	48,3	45,8	11,7	36,8	-0,1
2018 I TR	39,7	38,2	30,1	4,9	4,8	39,2	45,9	11,7	26,7	0,8
II TR	14,2	47,8	-15,3	11,4	18,1	36,0	44,4	11,1	30,8	-5,9
2018 Feb	-4,0	-3,6	-8,5	-1,9	6,4	10,4	12,3	3,2	7,4	-0,1
Mar	11,9	16,8	17,1	-0,4	-4,8	20,8	17,2	2,4	17,9	0,5
Abr	13,6	13,0	3,4	1,5	8,7	12,2	13,6	4,5	7,9	-0,2
May	26,7	25,3	6,0	5,3	15,5	11,2	14,4	5,4	6,2	-0,4
Jun	-26,1	9,5	-24,7	4,7	-6,1	12,6	16,4	1,3	16,6	-5,3
Jul ^(p)	30,4	22,4	13,0	5,6	11,8	19,1	16,9	5,7	12,5	0,9
Tasas de crecimiento										
2015	-0,4	0,5	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,2
2016	1,9	2,3	-1,6	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	1,9	3,1	0,1	4,7	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,7
2017 III TR	1,5	2,5	-1,2	4,3	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
IV TR	1,9	3,1	0,1	4,7	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,7
2018 I TR	2,2	3,3	2,6	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,5
II TR	2,5	4,1	1,2	5,5	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,2
2018 Feb	2,0	3,2	0,4	5,1	1,7	2,9	2,9	7,5	2,9	-0,7
Mar	2,2	3,3	2,6	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,5
Abr	2,4	3,3	3,3	4,1	1,5	3,0	2,9	7,5	2,9	-0,4
May	2,8	3,7	3,5	4,7	1,9	3,1	2,9	7,2	3,0	-0,5
Jun	2,5	4,1	1,2	5,5	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,2
Jul ^(p)	3,0	4,1	2,6	5,5	2,3	3,3	3,0	7,3	3,4	-0,7

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 euro¹⁾

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

Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Activos exteriores netos	Otros			
	Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas		Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2015	284,7	6.999,2	2.119,4	80,0	2.255,8	2.543,9	1.350,6	284,7	205,9	135,6
2016	314,2	6.956,7	2.090,9	70,9	2.146,5	2.648,4	1.133,3	262,2	205,9	121,6
2017	356,5	6.768,8	1.968,8	59,7	2.016,1	2.724,2	934,2	311,0	143,8	93,4
2017 III TR	365,3	6.730,6	2.007,3	61,5	2.015,9	2.645,8	1.022,3	262,2	140,6	85,4
IV TR	356,5	6.768,8	1.968,8	59,7	2.016,1	2.724,2	934,2	311,0	143,8	93,4
2018 I TR	339,7	6.748,3	1.952,1	59,4	2.020,0	2.716,7	911,2	321,3	136,2	87,0
II TR	318,2	6.698,6	1.949,9	58,5	2.020,1	2.670,1	862,1	417,3	174,3	184,9
2018 Feb	347,1	6.741,1	1.958,3	59,8	2.016,0	2.707,0	840,5	371,4	124,3	81,8
Mar	339,7	6.748,3	1.952,1	59,4	2.020,0	2.716,7	911,2	321,3	136,2	87,0
Abr	349,7	6.768,0	1.956,2	59,3	2.019,9	2.732,6	880,5	356,8	147,1	153,6
May	329,3	6.750,2	1.950,8	58,9	2.029,8	2.710,7	858,3	390,1	177,5	187,9
Jun	318,2	6.698,6	1.949,9	58,5	2.020,1	2.670,1	862,1	417,3	174,3	184,9
Jul (p)	352,8	6.691,1	1.954,6	57,8	2.011,5	2.667,2	848,7	372,6	184,2	193,9
Operaciones										
2015	8,9	-216,5	-106,3	-13,5	-210,9	114,2	-87,5	-12,7	21,4	-4,0
2016	26,7	-122,7	-69,6	-9,1	-118,4	74,4	-274,9	-85,3	12,8	-12,0
2017	46,1	-83,1	-84,7	-8,7	-70,6	80,8	-91,8	-74,1	-60,9	-27,6
2017 III TR	65,0	-23,6	-25,4	-2,9	-30,5	35,2	30,9	10,7	-13,6	-24,3
IV TR	-8,9	-35,4	-17,8	-1,8	-10,6	-5,1	-76,0	-59,2	3,2	7,9
2018 I TR	-16,7	11,7	-16,3	-1,3	12,4	17,0	62,2	-57,1	-7,6	-6,4
II TR	-21,5	-46,2	-5,4	-0,9	-25,8	-14,1	-67,3	56,9	16,4	19,7
2018 Feb	30,6	-23,2	-3,7	-0,4	-16,3	-2,9	10,0	-10,3	-8,6	-2,4
Mar	-7,4	19,3	-5,8	-0,4	8,7	16,7	79,8	-50,5	11,9	5,2
Abr	10,1	6,9	3,3	-0,2	-9,2	13,0	-38,1	30,8	-10,8	-11,6
May	-20,4	-38,8	-7,7	-0,4	-6,8	-24,0	-51,7	-19,8	30,3	34,4
Jun	-11,1	-14,3	-1,0	-0,4	-9,8	-3,1	22,5	45,9	-3,2	-3,1
Jul (p)	34,4	11,3	5,2	-0,7	-4,7	11,6	0,2	-50,4	9,8	9,0
Tasas de crecimiento										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,7	-3,3	-11,5	-5,3	2,8	-	-	6,3	-9,0
2017	14,5	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,1	-	-	-29,7	-22,7
2017 III TR	22,1	-1,0	-4,1	-12,5	-3,8	4,2	-	-	-31,3	-33,4
IV TR	14,5	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,1	-	-	-29,7	-22,7
2018 I TR	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
II TR	5,7	-1,4	-3,2	-10,8	-2,7	1,3	-	-	-3,6	-17,3
2018 Feb	17,0	-1,3	-3,7	-12,6	-2,7	2,0	-	-	-27,4	-21,6
Mar	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
Abr	7,3	-0,6	-3,6	-12,8	-1,6	2,8	-	-	-28,5	-27,3
May	5,9	-1,3	-3,6	-10,3	-2,4	1,6	-	-	-6,8	-11,5
Jun	5,7	-1,4	-3,2	-10,8	-2,7	1,3	-	-	-3,6	-17,3
Jul (p)	10,2	-1,1	-2,5	-10,4	-2,9	1,5	-	-	22,5	24,6

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/superávit (+) primarios
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,1
2017 II TR	-1,2	.	.	.	.	0,9
III TR	-1,0	.	.	.	.	1,0
IV TR	-0,9	.	.	.	.	1,1
2018 I TR	-0,7	.	.	.	.	1,2

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				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes						
		Impues- tos di- rectos	Impues- tos indi- rectos	Cotiza- ciones sociales netas	6		7	8	9	10	11	12		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	4,0	
2015	46,3	45,7	12,6	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9	
2016	46,1	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,0	10,0	5,2	2,1	22,8	3,5	
2017	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7	
2017 II TR	46,3	45,8	12,7	13,0	15,3	0,5	47,5	43,8	9,9	5,2	2,1	22,7	3,7	
III TR	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,2	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,7	
IV TR	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,7	
2018 I TR	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,9	43,2	9,8	5,1	1,9	22,5	3,7	

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- sentati- vos de deuda	Acreedores residentes	Acreedores no residentes	IFM	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	
2014	91,9	2,7	17,1	72,0	44,0	25,6		47,9	10,0	81,9	18,8	31,9	41,2	89,8	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	71,0	44,1	27,1		45,8	9,3	80,6	17,6	31,2	41,1	87,9	2,0
2016	89,0	2,7	15,5	70,8	46,1	30,4		42,9	9,0	80,0	17,2	29,9	41,9	87,0	2,0
2017	86,7	2,6	14,3	69,8	46,7	31,8		40,1	8,3	78,5	16,0	28,8	41,9	84,9	1,8
2017 II TR	89,1	2,7	14,9	71,4	.	.		.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	88,1	2,8	14,7	70,7	.	.		.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	86,7	2,6	14,4	69,8	.	.		.	.	.	.	.	.	.	.
2018 I TR	86,8	2,6	14,1	70,1	.	.		.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ²⁾	Déficit (+)/superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda										Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: Necesidad de financiación		
		Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros						
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2014	0,3	-0,1	-0,2	-0,5	0,2	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,2			
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,3			
2016	-1,0	-0,6	-0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,6			
2017	-2,3	-1,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8			
2017 II TR	-1,7	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,3	0,8			
III TR	-1,6	-1,0	0,1	0,7	0,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5	-0,7	1,2			
IV TR	-2,3	-1,1	-0,2	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8			
2018 I TR	-2,5	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-1,2	0,7			

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 AAPP¹⁾

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

Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾	Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾											
		Saldos vivos					Operaciones						
		Total	Principal	Intereses	Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
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	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2017 II TR	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
III TR	13,0	11,3	3,8	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
IV TR	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 I TR	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
2018 Feb	12,7	11,1	4,1	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4	1,2
Mar	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
Abr	12,9	11,3	4,0	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
May	12,9	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,0
Jun	12,9	11,3	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
Jul	12,8	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,5	0,4	1,0

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

6.6 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro (en porcentaje del PIB; flujos acumulados de un año y saldos vivos a fin de período)

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2014	-3,1	0,5	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,5	1,0	-0,3	-0,5	0,6	-4,5	-3,4	-2,5	0,3	
2017	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2017 II TR	-1,6	1,0	-0,7	-0,5	1,1	-3,6	-3,1	-2,5	0,8	
III TR	-1,3	1,3	-0,7	-0,6	1,1	-3,2	-2,9	-2,4	1,8	
IV TR	-1,0	1,2	-0,3	-0,4	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2018 I TR	-1,0	1,4	-0,6	-0,4	1,1	-3,0	-2,6	-2,2	2,4	
Deuda pública										
2014	107,0	74,7	10,7	104,5	178,9	100,4	94,9	131,8	107,5	
2015	106,1	71,0	10,0	76,9	176,8	99,4	95,6	131,5	107,5	
2016	105,9	68,2	9,4	72,8	180,8	99,0	96,6	132,0	106,6	
2017	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5	
2017 II TR	106,3	66,1	8,9	75,5	176,1	99,5	99,3	134,9	105,6	
III TR	107,2	65,2	8,9	72,9	177,4	98,5	98,3	134,2	102,5	
IV TR	103,4	64,1	9,0	68,4	178,6	98,3	96,8	131,8	97,5	
2018 I TR	106,3	62,9	8,7	69,3	180,4	98,8	97,7	133,4	94,7	
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,8
2017	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2017 II TR	0,3	0,7	1,1	2,1	0,8	-1,2	-3,5	-1,0	-1,6	-1,0
III TR	0,1	0,9	1,4	3,3	1,0	-0,9	-2,4	-0,5	-1,6	-1,2
IV TR	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,2	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2018 I TR	0,2	0,4	1,4	3,3	1,6	-0,5	-0,7	0,4	-1,0	-0,4
Deuda pública										
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	84,0	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,0	58,7	64,6	84,6	128,8	82,6	52,3	63,5
2016	40,5	40,1	20,8	56,2	61,8	83,6	129,9	78,6	51,8	63,0
2017	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4
2017 II TR	39,9	41,7	23,4	55,0	58,9	81,4	131,7	79,8	51,7	61,8
III TR	38,2	39,4	23,4	53,4	57,2	80,2	130,5	78,5	51,3	60,6
IV TR	40,1	39,7	23,0	50,7	57,1	78,3	125,7	73,6	50,9	61,3
2018 I TR	35,8	36,3	22,2	50,4	55,2	77,2	126,4	75,1	50,8	59,8

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

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. 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 12 de septiembre de 2018.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-18-006-ES-N (edición electrónica)