

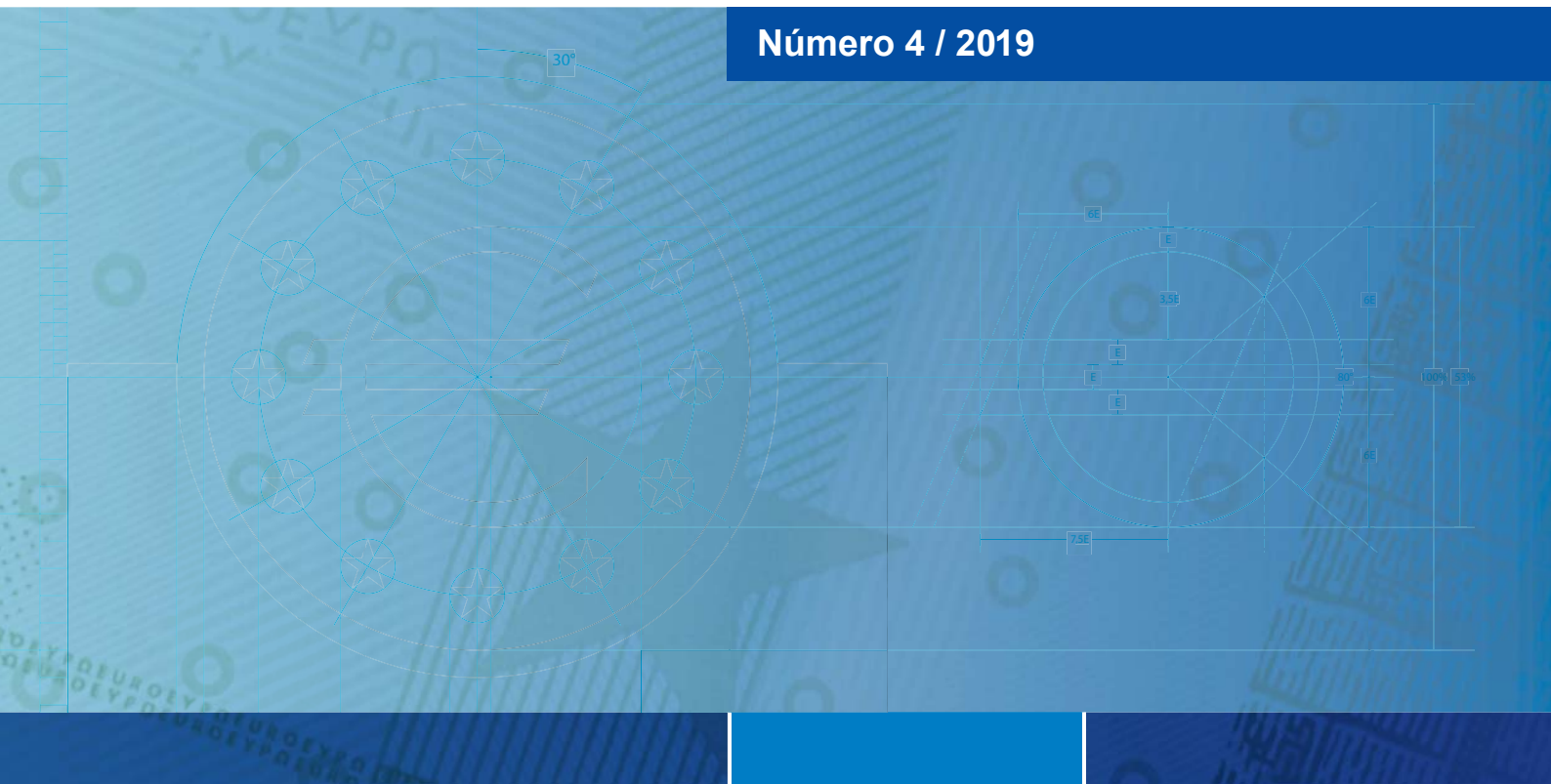


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 4 / 2019



Índice

| | |
|---|-----------|
| Índice | 1 |
| Evolución económica y monetaria | 2 |
| Rasgos básicos | 2 |
| 1 Entorno exterior | 6 |
| 2 Evolución financiera | 15 |
| 3 Actividad económica | 20 |
| 4 Precios y costes | 26 |
| 5 Dinero y crédito | 32 |
| 6 Evolución de las finanzas públicas | 42 |
| Recuadros | 45 |
| 1 La disminución de las desinversiones netas en la zona del euro en 2018: reducción de la inversión directa y desaceleración de la inversión de cartera | 45 |
| 2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 30 de enero y el 16 de abril de 2019 | 52 |
| 3 Definiciones y características de los baches coyunturales en la zona del euro | 58 |
| 4 La confianza y la inversión | 63 |
| 5 Inflación de los alquileres en la zona del euro desde la crisis | 67 |
| Artículos | 73 |
| 1 El mercado de trabajo de la zona del euro desde la óptica de la curva de Beveridge | 73 |
| 2 Determinantes de la inflación subyacente en la zona del euro a lo largo del tiempo desde la perspectiva de la curva de Phillips | 78 |
| Estadísticas | S1 |

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

Sobre la base de un análisis detallado de las perspectivas económicas y de inflación para la zona del euro, teniendo en cuenta también las últimas proyecciones macroeconómicas, el Consejo de Gobierno adoptó varias decisiones de política monetaria en su reunión de política monetaria del 6 de junio para respaldar la convergencia de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. Aunque los datos referidos al primer trimestre han sido ligeramente mejores de lo esperado, la información más reciente indica que las dificultades observadas a escala mundial siguen lastrando las perspectivas para la zona del euro. La presencia prolongada de incertidumbres, relacionadas con factores geopolíticos, la creciente amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, está dejándose sentir en el clima económico. Al mismo tiempo, las nuevas mejoras en el empleo y la subida de los salarios continúan apoyando la resiliencia de la economía de la zona del euro y el aumento gradual de la inflación. En este contexto general, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y ajustar sus indicaciones sobre la evolución futura de estos tipos para indicar que espera que permanezcan en los niveles actuales al menos hasta el primer semestre de 2020 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. También reiteró sus indicaciones prospectivas sobre reinversiones. Por último, decidió las modalidades de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), en particular sus parámetros de fijación de precios. El Consejo de Gobierno valoró asimismo que, en este momento, la contribución positiva de los tipos de interés negativos a la orientación acomodaticia de la política monetaria y a la convergencia sostenida de la inflación no se ve obstaculizada por posibles efectos colaterales sobre la intermediación bancaria. No obstante, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento del canal de transmisión bancario de la política monetaria y de la pertinencia de adoptar medidas mitigadoras.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 6 de junio de 2019

El dinamismo subyacente del crecimiento global continuó moderándose a principios de 2019, pese a la publicación de datos mejores de lo esperado en algunas de las principales economías avanzadas. Los indicadores de opinión señalan que la actividad manufacturera mundial siguió siendo débil, aunque últimamente se ha estabilizado en cierta medida en niveles reducidos, y que la correspondiente a los servicios ha experimentado un deterioro reciente tras un período en el que mostró una capacidad de resistencia relativa. Las proyecciones apuntan a que el crecimiento global disminuirá este año, en un entorno de elevada

incertidumbre política y sobre las políticas económicas —que es cada vez mayor y está frenando la inversión mundial— y de recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Aunque se espera que estos factores adversos continúen afectando a la actividad y el comercio mundiales este año, se prevé que las medidas adoptadas recientemente proporcionen cierto respaldo más adelante. Por tanto, según las proyecciones, el crecimiento mundial se reducirá en 2019, pero se estabilizará a medio plazo, y el comercio global se debilitará de forma más acusada este año y crecerá en línea con la actividad económica a medio plazo. Se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas, al tiempo que los riesgos a la baja para la actividad económica mundial han aumentado.

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2019, en un entorno de expectativas de los mercados de mantenimiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria y de resurgimiento de las tensiones comerciales. Las cotizaciones del sector no financiero han aumentado ligeramente y han mostrado cierta volatilidad, respaldadas por los reducidos tipos de interés libres de riesgo y la mejora de las expectativas de beneficios. Sin embargo, la incertidumbre relacionada con el resurgimiento de las tensiones comerciales está pesando sobre los precios de los activos de riesgo. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado en términos generales.

La tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro aumentó en el primer trimestre de 2019, hasta situarse en el 0,4 % en términos intertrimestrales, tras la desaceleración observada en la segunda mitad del año pasado en el contexto de una evolución más débil de la demanda externa de la zona del euro. No obstante, los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a un crecimiento ligeramente más bajo en el segundo y tercer trimestre de este año. Ello refleja la actual debilidad del comercio internacional en un entorno de prolongadas incertidumbres a escala mundial, que están afectando, en particular, al sector manufacturero de la zona del euro. Al mismo tiempo, los sectores de servicios y de construcción de la zona están mostrando capacidad de resistencia y el mercado de trabajo continúa mejorando. A más largo plazo, la expansión de la zona del euro seguirá estando apoyada por unas condiciones de financiación favorables, la orientación moderadamente expansiva de la política fiscal de la zona del euro, mejoras adicionales del empleo y subidas salariales, y la expansión continuada de la actividad mundial, aunque a un ritmo algo más lento.

Esta valoración se refleja, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2019. Estas proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,2 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,4 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2019 y a la baja en 0,2 y en 0,1 puntos porcentuales para 2020 y 2021, respectivamente. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja debido a la prolongada presencia de

incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la creciente amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,2 % en mayo de 2019, tras el 1,7 % registrado en abril, debido principalmente a un menor avance de los precios de la energía y de los servicios. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general se reduzca en los próximos meses y vuelva a aumentar hacia finales del año. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen en general en niveles moderados, las presiones de los costes laborales continúan intensificándose y ampliándose, en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente se incremente a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica y por el mayor crecimiento de los salarios.

Esta valoración se refleja también, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,3 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2019 y a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2020. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,1 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021.

El crecimiento interanual del agregado monetario amplio y de los préstamos al sector privado aumentó en abril de 2019. El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 4,7 % en abril de 2019, tras el 4,6 % registrado en marzo. Las tasas sostenidas de crecimiento de M3 reflejan la continua creación de crédito bancario para el sector privado y el bajo coste de oportunidad de mantener M3. Asimismo, el crecimiento de este agregado mantuvo su fortaleza frente a la menor contribución automática de las compras netas realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). Al mismo tiempo, las condiciones del crédito continuaron siendo favorables; la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se incrementó hasta el 3,9 % en abril de 2019, desde el 3,6 % de marzo. Las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno, entre las que se incluyen las TLTRO III, contribuirán a mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables y continuarán respaldando el acceso a la financiación, en particular de las pequeñas y medianas empresas.

Se prevé que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro siga siendo ligeramente expansiva y que, por tanto, respalde la actividad económica. Este perfil está determinado, principalmente, por los recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales en Alemania y en Francia, aunque también obedece a un crecimiento del gasto relativamente dinámico en otros países.

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, los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron sin variación. El Consejo de Gobierno espera ahora que permanezcan en los niveles actuales al menos hasta el primer semestre de 2020 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.
- En segundo lugar, el Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.
- En tercer lugar, en lo que se refiere a las modalidades de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), el Consejo de Gobierno ha decidido que el tipo de interés para cada operación se fijará en un nivel 10 puntos básicos por encima del tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación del Eurosistema durante toda la vida de la TLTRO respectiva. A las entidades para las que la variación neta de sus préstamos computables supere un valor de referencia, el tipo aplicado a las TLTRO III será inferior y podrá ser tan bajo como el tipo de interés medio aplicable a la facilidad de depósito durante toda la vida de la operación más 10 puntos básicos.

Estas decisiones se adoptaron con el objetivo de ofrecer la acomodación monetaria necesaria para que la inflación continúe convergiendo de forma sostenida hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. De hecho, aseguran que las condiciones de financiación sigan siendo muy favorables y respalden la expansión de la zona del euro, el aumento en curso de las presiones inflacionistas internas y, con ello, la evolución de la inflación general a medio plazo. Al mismo tiempo, de cara al futuro, el Consejo de Gobierno tiene la determinación de actuar en caso de contingencias adversas y también 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.

El dinamismo subyacente del crecimiento global continuó moderándose a principios de 2019, pese a la publicación de datos mejores de lo esperado en algunas de las principales economías avanzadas. Esta evolución es acorde con los indicadores de opinión, que señalan que la actividad manufacturera mundial siguió siendo débil. Tras un período en el que los servicios mostraron una capacidad de resistencia relativa, la actividad en este sector también ha experimentado un deterioro reciente. Las proyecciones apuntan a que el crecimiento global disminuirá este año, en un entorno de elevada incertidumbre política y sobre las políticas económicas —que es cada vez mayor y está frenando la inversión mundial— y de recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Aunque se espera que estos factores adversos continúen afectando a la actividad y el comercio mundiales este año, se prevé que las medidas adoptadas recientemente proporcionen cierto respaldo más adelante. Por tanto, según las proyecciones, el crecimiento mundial se reducirá en 2019, pero se estabilizará a medio plazo, y el comercio global se debilitará de forma más acusada este año y crecerá en línea con la actividad económica a medio plazo. Se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas, al tiempo que los riesgos a la baja para la actividad económica mundial han aumentado.

Actividad económica y comercio mundiales

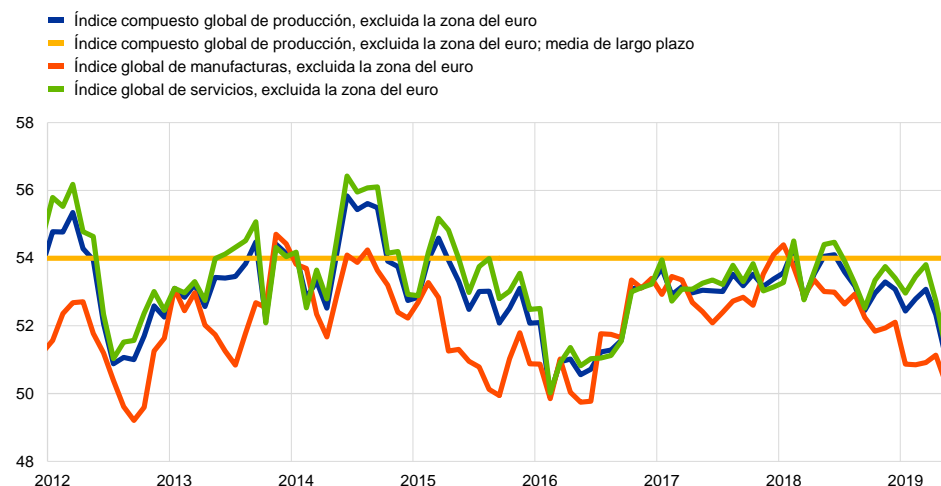
El dinamismo subyacente del crecimiento global continuó moderándose a principios de 2019, pese a la publicación de datos mejores de lo esperado en algunas de las principales economías avanzadas. En Estados Unidos, Japón y el Reino Unido, el crecimiento fue mejor de lo esperado en el primer trimestre. Sin embargo, esta evolución fue resultado, en su mayor parte, de factores transitorios. En Estados Unidos y Japón, la actividad económica se vio respaldada por las contribuciones positivas de la demanda exterior neta, que, no obstante, ocultan tasas de crecimiento negativas de las importaciones reales de bienes y servicios. La acumulación de existencias también impulsó el crecimiento, mientras que la demanda interna fue débil. En Estados Unidos, esta debilidad estuvo asociada al cierre parcial de la Administración federal. Los resultados mejores de lo previsto registrados en el Reino Unido reflejaron, en gran medida, el elevado gasto público y la significativa acumulación de existencias por parte de las empresas en el período previo al 29 de marzo, la fecha inicial de retirada del país de la Unión Europea (Brexit). En China, la economía se mantuvo en una senda de desaceleración gradual, amortiguada por las medidas expansivas aplicadas.

Los indicadores de opinión confirman un debilitamiento gradual del ritmo de crecimiento. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, se moderó en el primer trimestre de 2019 y siguió deteriorándose en abril y mayo, lo que estuvo asociado principalmente a una evolución más débil en las economías avanzadas, mientras

que las economías emergentes registraron un retroceso de la actividad ligeramente menor. La actividad global en los servicios, que en los últimos meses había mostrado, en general, mayor capacidad de resistencia, disminuyó en mayo, observándose también un nuevo descenso de la actividad manufacturera mundial (véase gráfico 1).

Gráfico 1
PMI compuesto global de producción

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2019. «Media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y mayo de 2019.

Las condiciones financieras globales han sido volátiles en los últimos meses.

En las economías avanzadas prácticamente no han variado con respecto a los niveles observados cuando se elaboraron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019. No obstante, esta estabilidad oculta dos trayectorias divergentes: inicialmente, las condiciones financieras se relajaron en respuesta a las medidas de política monetaria adoptadas en Estados Unidos y en otras economías avanzadas importantes, pero se han endurecido tras los anuncios de nuevos aranceles entre Estados Unidos y China. Esto último también contribuyó al endurecimiento de las condiciones financieras en China y, en menor medida, en otras economías emergentes. Asimismo, las condiciones financieras se han endurecido considerablemente en Turquía en las últimas semanas, debido a una nueva y acusada depreciación de la lira, en un entorno de disminución de las reservas de divisas y de incremento de la incertidumbre política. En los mercados bursátiles internacionales se ha observado una evolución similar. Hasta que se conocieron las noticias sobre los nuevos aranceles, las cotizaciones en estos mercados habían estado aumentando, pero desde entonces han retrocedido, en un contexto de mayor volatilidad.

Las proyecciones apuntan a que el crecimiento mundial se desacelerará este año, en un contexto de aumento de los factores adversos. Entre estos factores se incluyen la debilidad de la actividad manufacturera y del comercio a escala global, en un entorno en el que la incertidumbre política y sobre las políticas

económicas es elevada y cada vez mayor. En Estados Unidos, el considerable estímulo fiscal procedente de las medidas procíclicas, que incluyen rebajas de impuestos e incrementos del gasto, sigue contribuyendo a impulsar el crecimiento en dicho país este año. En China, la desaceleración de la demanda interna se ha visto amortiguada por las medidas aplicadas, especialmente en el ámbito fiscal. Las recientes medidas de política monetaria implementadas en importantes economías avanzadas han propiciado la relajación de las condiciones financieras globales y han ayudado a limitar el impacto de las incertidumbres en torno a las políticas. Con todo, parece que la reciente intensificación del conflicto comercial entre Estados Unidos y China ha debilitado el efecto positivo de estos factores sobre la demanda.

Considerando un horizonte más largo, está previsto que, a medio plazo, el crecimiento global se estabilice en niveles relativamente reducidos. Tres fuerzas fundamentales darán forma a la economía mundial en el horizonte de proyección. En primer lugar, se espera que el impulso cíclico se desacelere en importantes economías avanzadas, a medida que las limitaciones de capacidad vayan siendo cada vez más restrictivas, y es posible que el apoyo de las políticas vaya disminuyendo de forma progresiva, en un contexto de brechas de producción positivas y de tasas de desempleo bajas. En segundo lugar, se prevé que China prosiga su transición ordenada a una senda de crecimiento más equilibrada, aunque más débil, que sea menos dependiente de la inversión y las exportaciones. Por último, las proyecciones apuntan a que el crecimiento se recuperará en varias economías emergentes importantes que actualmente están inmersas, o lo han estado recientemente, en profundas recesiones. En conjunto, se espera que el ritmo de expansión mundial se estabilice en tasas inferiores a las observadas antes de la crisis financiera de 2007-2008.

Por lo que respecta a la evolución en los distintos países, en Estados Unidos la actividad ha continuado siendo sólida, pese a los factores adversos relacionados con el conflicto comercial con China y al entorno exterior menos favorable. La fortaleza del mercado de trabajo, unas condiciones financieras holgadas y el estímulo fiscal actual siguen sustentando el crecimiento, mientras que se espera que el impacto negativo del cierre parcial de la Administración federal sobre la demanda interna sea temporal. En conjunto, el PIB real creció a una tasa anualizada del 3,1 % en el primer trimestre de 2019, acelerándose desde el 2,2 % del último trimestre del año pasado. Sin embargo, los datos sorprendentemente sólidos sobre crecimiento en el primer trimestre también reflejaron factores transitorios, como las contribuciones positivas de las existencias y la disminución de las importaciones. Al mismo tiempo, la demanda interna se ha reducido, lo que apunta a un crecimiento subyacente débil. La inflación interanual medida por los precios de consumo (IPC) repuntó hasta situarse en el 2 % en abril, desde el 1,9 % del mes anterior, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de la energía. El IPC sin energía y alimentos también experimentó un ligero incremento y se situó en el 2,1 % en abril. Se prevé que el crecimiento retorne de forma gradual a la tasa de crecimiento potencial, situada justo por debajo del 2 %, al tiempo que se espera que la tasa de variación de los precios de consumo se mantenga levemente por encima del 2 % a medio plazo.

En China, el crecimiento ha experimentado una desaceleración gradual. En el primer trimestre de 2019, el crecimiento interanual del PIB se estabilizó, respaldado por una contribución positiva de la demanda exterior neta dado que las importaciones disminuyeron más que las exportaciones. Al margen de su volatilidad, los indicadores más recientes apuntan a que el ritmo de crecimiento será estable a corto plazo. Se espera que las diversas medidas fiscales y de política monetaria anunciadas y aplicadas por las autoridades chinas últimamente reduzcan la demanda interna y, de este modo, conduzcan a una leve desaceleración de la actividad este año. Se prevé que la reciente intensificación del conflicto comercial con Estados Unidos afecte al comercio, así como que su impacto sobre el crecimiento se vea contenido por las políticas adoptadas. A más largo plazo, se proyecta que los avances en la aplicación de reformas estructurales propicien una transición ordenada a una senda de crecimiento más moderada que sea menos dependiente de la inversión y las exportaciones.

En Japón, el dinamismo subyacente del crecimiento sigue siendo débil. En el primer trimestre de 2019, el crecimiento fue del 0,5 % en tasa intertrimestral, un ritmo superior al esperado, debido a la influencia de una serie de factores transitorios, entre ellos una importante contribución positiva de la demanda exterior neta resultante de una acusada contracción de las importaciones que superó la debilidad de las exportaciones. De cara al futuro se espera que la actividad económica retome su senda de crecimiento moderado. La fortaleza del mercado de trabajo y las condiciones financieras todavía favorables continúan prestando apoyo a la actividad, aunque la economía se enfrenta a factores adversos relacionados con la falta de dinamismo de la demanda exterior, especialmente de China y del resto de Asia. Se prevé que los hogares adelanten sus compras en previsión de la subida del impuesto sobre el consumo prevista para octubre de 2019, lo que, a su vez, podría impulsar temporalmente la actividad durante los meses de verano. Además, se espera que las medidas fiscales dirigidas a contrarrestar el impacto negativo del aumento del impuesto sobre el consumo sostengan la demanda en meses posteriores del año. El crecimiento de los salarios sigue siendo moderado —pese al nivel muy elevado de tensionamiento del mercado de trabajo— y las expectativas de inflación se mantienen estables en niveles reducidos, lo que sugiere que la inflación permanecerá muy por debajo del objetivo del 2 % a medio plazo fijado por el Banco de Japón.

En el Reino Unido, el crecimiento repuntó en el primer trimestre de 2019, debido a los estímulos fiscales y a la intensa acumulación de existencias. En un contexto en el que a última hora se acordó prorrogar la fecha de salida del Reino Unido de la Unión Europea, prevista desde hacía tiempo, la intensa acumulación de existencias, junto con las medidas de respaldo fiscal y unos datos sobre consumo e inversión privada mejores de lo esperado, se tradujeron en un crecimiento intertrimestral del PIB real en este país del 0,5 % en el primer trimestre, frente a la modesta tasa del 0,2 % registrada en el último trimestre de 2018. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue negativa, ya que las importaciones aumentaron a una tasa rara vez observada en los últimos 40 años, debido, en parte, a la acumulación de existencias, mientras que las exportaciones permanecieron

estables. Sin embargo, los indicadores coyunturales al inicio del segundo trimestre apuntan a la continuación de la tendencia subyacente general de desaceleración del ritmo de crecimiento observada desde el referéndum sobre la pertenencia a la UE. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta situarse en el 1,8 % en el primer trimestre de 2019 —ligeramente por debajo del objetivo del 2 % del Banco de Inglaterra—, ya que las fuertes caídas de los precios de la energía se trasladaron a la inflación general. Las mayores presiones de costes de origen interno derivadas del aumento de los costes laborales unitarios en un contexto de mayor crecimiento de los salarios a comienzos de 2019 se han visto contrarrestadas con creces por el descenso de los precios de importación, ya que el impacto de la anterior depreciación de la libra esterlina tras el referéndum continúa disipándose. La inflación medida por el IPC repuntó ligeramente, hasta el 2,1 %, en abril de 2019, en gran parte como consecuencia de la subida de los precios minoristas de la energía, así como de los acusados incrementos de las tarifas aéreas para el período de Semana Santa. A medio plazo se espera que el crecimiento se mantenga por debajo del nivel registrado antes del referéndum.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que el crecimiento se modere ligeramente este año. El crecimiento de la inversión continúa siendo vigoroso, respaldado por los fondos de la UE, y el gasto en consumo también mantiene su fortaleza, apoyado en la sólida evolución de los mercados de trabajo. Sin embargo, la desaceleración de la zona del euro está afectando a las perspectivas de crecimiento de esta región. A medio plazo, se espera que el ritmo de expansión económica de estos países siga desacelerándose hacia su potencial.

Las perspectivas relativas a la actividad económica en los grandes países exportadores de materias primas siguen siendo heterogéneas. Las perspectivas de crecimiento de Rusia dependen de la evolución de los mercados de petróleo mundiales, de la ejecución de políticas fiscales y estructurales, y de las sanciones internacionales bajo las que está operando actualmente la economía de este país. En consecuencia, se espera que el crecimiento experimente una ligera desaceleración a medio plazo. En cambio, en Brasil se prevé que el crecimiento cobre fuerza, sustentado por unas condiciones financieras holgadas. Con todo, las restricciones fiscales existentes y las incertidumbres acerca de la aplicación de la actual agenda de reformas siguen afectando a la inversión.

En Turquía, la actividad económica se contrajo de forma significativa en el cuarto trimestre de 2018. Esta contracción refleja los efectos de las turbulencias financieras del verano pasado, de la elevada inflación y de la orientación procíclica de las políticas monetaria y fiscal. La economía retornó a una senda de crecimiento en el primer trimestre de 2019, sostenido por el gasto fiscal y el aumento de los créditos concedidos por bancos públicos en el período previo a las elecciones municipales de marzo. La desaparición esperada del efecto positivo de estos factores, junto con el reciente endurecimiento de las condiciones financieras, podrían ser perjudiciales para la recuperación gradual de la actividad económica prevista para este año.

El dinamismo del comercio mundial se debilitó de forma significativa en torno al cambio de año. Su desaceleración fue bastante más pronunciada que la de la actividad global. Esta evolución se explica por el debilitamiento de la actividad inversora global y

por un cambio en el ciclo tecnológico mundial¹, en un contexto en el que la incertidumbre geopolítica y sobre las políticas es elevada y cada vez mayor, lo que, a su vez, afectó a la producción de las manufacturas y al comercio. El volumen de importaciones mundiales de mercancías, excluida la zona del euro, se contrajo un 0,6 % en marzo, en términos intertrimestrales, confirmando la moderación del dinamismo del comercio en el primer trimestre (véase gráfico 2). Dado que los indicadores de opinión señalan un deterioro adicional de la actividad manufacturera global, es probable que la actual debilidad del comercio mundial continúe en el corto plazo.

Las negociaciones comerciales bilaterales entre Estados Unidos y China experimentaron un retroceso a principios de mayo.

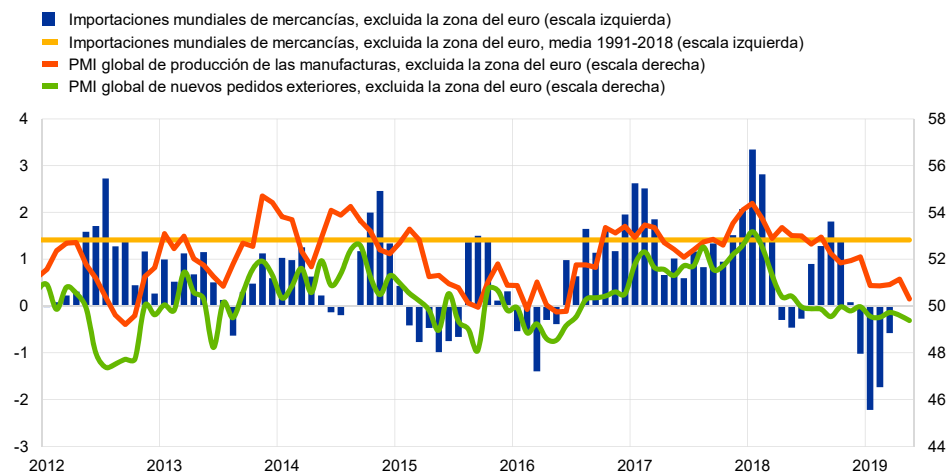
La Administración estadounidense anunció que incrementaría del 10 % al 25 % los aranceles a las exportaciones chinas por valor de 200 mm de dólares estadounidenses. Originalmente estaba previsto que esta subida se aplicara el 1 de enero de 2019, pero se aplazó en dos ocasiones: inicialmente se retrasó tres meses como resultado de la tregua temporal acordada entre los dos países a principios de diciembre, y se pospuso de nuevo a finales de febrero, en un contexto de avances tangibles en las negociaciones comerciales bilaterales. China respondió elevando los aranceles —de entre el 5 % y el 10 % a entre el 10 % y el 25 %— a las exportaciones estadounidenses por importe de 60 mm de dólares. Por otra parte, se cierne el riesgo de una nueva escalada del conflicto, ya que la Administración estadounidense ha amenazado con imponer aranceles adicionales del 25 % al resto de las importaciones procedentes de China. La perspectiva de nueva intensificación del conflicto comercial entre ambos países ha acrecentado la incertidumbre global y está afectando a la inversión. Además, no puede descartarse la posibilidad de que la Administración de Estados Unidos imponga nuevos aranceles a las importaciones de otros países. Por ejemplo, a mediados de mayo anunció que la aplicación de nuevos aranceles del 25 % a las importaciones de automóviles y de componentes de automóviles —principalmente a las procedentes de la UE y de Japón— se aplazaría hasta seis meses, lo que deja tiempo para las negociaciones comerciales bilaterales entre Estados Unidos y estos socios comerciales.

¹ Para más detalles sobre el ciclo tecnológico mundial, véase el recuadro titulado «[Qué significan las señales de maduración del ciclo tecnológico para la economía mundial](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2019.

Gráfico 2

Encuestas y comercio mundial de bienes

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



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2019 (PMI) y a marzo de 2019 (importaciones mundiales de mercancías).

Se prevé que el crecimiento económico mundial se debilite este año, antes de estabilizarse a medio plazo.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, se ralentizará hasta el 3,3 % este año, desde el 3,8 % registrado en 2018. Esta evolución refleja el aumento de los factores adversos que afectan al crecimiento global, en un entorno en el que la incertidumbre política y sobre las políticas económicas es elevada y cada vez mayor. En el período 2020-2021, se prevé que la actividad económica mundial se estabilice en el 3,6 %, dado que se espera que la desaceleración (cíclica) en destacadas economías avanzadas y la transición de China a una senda de crecimiento más moderada se vean contrarrestadas por una recuperación en varias economías emergentes importantes. Como los factores adversos para el crecimiento inciden de manera más significativa en los componentes de la demanda intensivos en comercio, como la inversión, las proyecciones señalan que el crecimiento de la demanda externa de la zona del euro experimentará una ralentización más acusada que la actividad global este año y que caerá hasta el 1,7 %, desde el 3,6 % de 2018. Se prevé que las importaciones mundiales aumenten de forma gradual y que crezcan en línea con la actividad global a medio plazo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2019, el crecimiento del PIB mundial se ha revisado ligeramente a la baja para este año. Al mismo tiempo, el avance de la demanda externa de la zona del euro se ha revisado a la baja de manera más significativa para el horizonte de proyección. Desde una perspectiva geográfica, estas revisiones reflejan unas perspectivas de comercio más débiles de lo esperado para China y el resto de Asia, así como la previsión de menor crecimiento de las importaciones en algunos socios comerciales importantes, entre ellos el Reino Unido y otros países europeos no pertenecientes a la zona del euro.

Los riesgos a la baja para la actividad mundial se han intensificado

últimamente. Una nueva escalada del conflicto comercial puede plantear un riesgo

para el comercio y el crecimiento globales. Además, un escenario de Brexit «sin acuerdo» podría tener efectos de contagio más negativos, especialmente en Europa. Una desaceleración más acusada de la economía china podría ser más difícil de contrarrestar con medidas de estímulo eficaces y podría plantear un reto para el proceso de reequilibrio en curso en este país. Las correcciones de precios en los mercados financieros podrían afectar de forma significativa a las economías emergentes vulnerables, y una nueva intensificación de las tensiones geopolíticas también podría incidir negativamente en la actividad y el comercio mundiales.

Evolución mundial de los precios

Aunque los precios del petróleo han descendido desde abril, recientemente han sido volátiles. Desde ese mes, los precios del crudo han bajado un 13 %, pero últimamente han exhibido una volatilidad más acusada. Si bien las posibles perturbaciones de oferta mundial de petróleo derivadas de las tensiones geopolíticas, en particular en Oriente Próximo, han generado subidas de los precios de esta materia prima, la inquietud en torno a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y su impacto sobre la demanda mundial, los han presionado a la baja recientemente.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019, los precios del petróleo aumentarán en el corto plazo y descenderán durante el horizonte de proyección. En un contexto de volatilidad a corto plazo, factores de oferta han seguido impulsando los precios del crudo, en particular el acuerdo alcanzado por la OPEP y otros importantes productores de petróleo para reducir la producción. No obstante, una mayor debilidad de la demanda de crudo a escala mundial y una producción de petróleo no convencional (*shale oil*) mayor de la esperada en Estados Unidos también podrían afectar a los precios de esta materia prima. En consecuencia, los supuestos relativos a los precios del petróleo en los que se basan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019 fueron alrededor de un 10,4 % más altos para este año (y un 7,3 % y un 3,4 % más elevados para 2020 y 2021, respectivamente) en comparación con los supuestos utilizados en las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2019. Sin embargo, desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones de junio, el precio del petróleo ha bajado, y el precio del barril de *Brent* se situó en 61 dólares estadounidenses el 5 de junio.

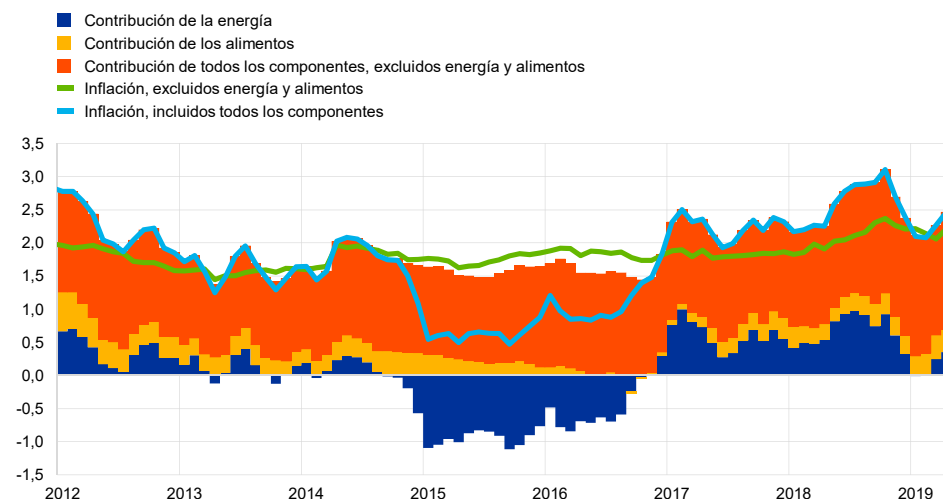
Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en una media del 2,5 % en abril de 2019, frente al 2,3 % del mes anterior, debido a la mayor contribución del componente energético (véase gráfico 3). La inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) experimentó un ligero aumento, hasta el 2,2 %, en abril, desde el 2,1 % de marzo. Por ahora, las tensiones observadas en los mercados de trabajo de las principales economías avanzadas se han traducido en subidas solo moderadas de los salarios, lo que sugiere que las presiones inflacionistas subyacentes se mantienen contenidas. No obstante, deberían

recuperarse de forma gradual a lo largo del horizonte de proyección, reflejando la disminución de la holgura en estos mercados.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2019.

De cara al futuro se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas. Está previsto que el avance de los precios de exportación de los países competidores de la zona del euro se debilite de forma acusada este año y que se desacelere gradualmente a medio plazo. Esta evolución refleja el impacto de la pendiente descendente de la curva de futuros sobre el precio del petróleo, que se espera que contrarreste las presiones al alza procedentes de la disminución progresiva de la capacidad ociosa a escala mundial.

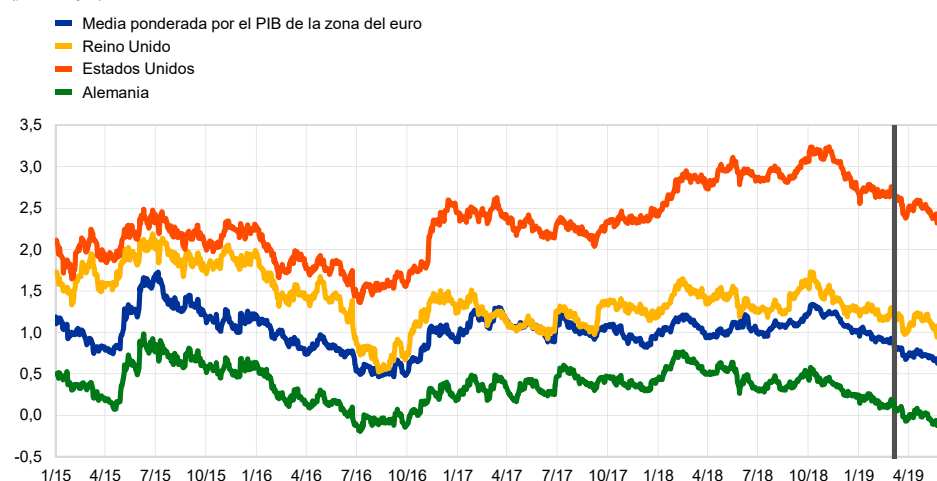
Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo han disminuido a escala mundial desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2019, en un entorno de expectativas de los mercados de mantenimiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria y de resurgimiento de las tensiones comerciales. Las cotizaciones del sector no financiero han aumentado ligeramente, en un contexto de cierta volatilidad, respaldadas por los reducidos tipos de interés libres de riesgo y la mejora de las expectativas de beneficios. La incertidumbre relacionada con las tensiones comerciales está pesando sobre los precios de los activos de riesgo. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado.

En el período analizado los rendimientos a largo plazo de la zona del euro y de Estados Unidos continuaron el descenso iniciado a finales de 2018. Durante el período de referencia (del 7 de marzo al 5 de junio de 2019), el tipo swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) libre de riesgo a diez años de la zona del euro cayó 31 puntos básicos, hasta situarse en torno al 0,11 %, y el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 27 puntos básicos, hasta el 0,50 % (véase gráfico 4). Los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido también disminuyeron, en 50 y 32 puntos básicos, respectivamente. La caída de los rendimientos de la deuda a largo plazo a escala global se produjo tras las comunicaciones de la Reserva Federal y del BCE que los participantes en el mercado interpretaron que sugerían el mantenimiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria. También refleja el resurgimiento de las tensiones comerciales desde principios de mayo.

Gráfico 4

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

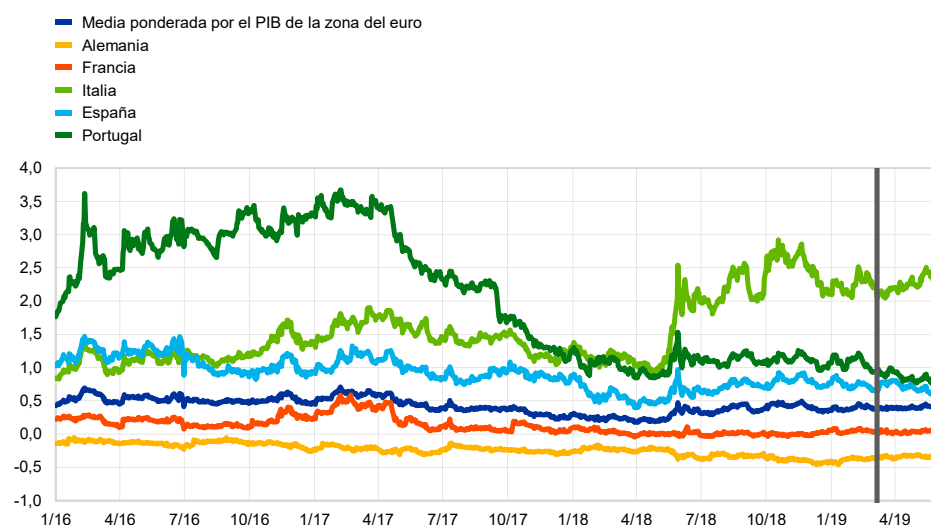
Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2019.

Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo OIS libre de riesgo se mantuvieron, en general, estables durante el período analizado. El diferencial de la deuda portuguesa se redujo en 34 puntos básicos en respuesta a la mejora de la situación de las finanzas públicas del país y la posterior elevación de la calificación crediticia otorgada por Standard & Poor's (véase gráfico 5). Los diferenciales de la deuda soberana española registraron una caída total de 12 puntos básicos, tras la ligera volatilidad observada en torno a las elecciones de abril. Entretanto, el diferencial de la deuda de Italia, que siguió siendo volátil y elevado con respecto a los niveles observados antes de las elecciones de 2018, se incrementó en 33 puntos básicos, hasta situarse en 2,38 puntos porcentuales durante el período de referencia. En conjunto, el diferencial entre la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro y el tipo OIS a diez años permaneció prácticamente estable, situándose en 0,39 puntos porcentuales el 5 de junio.

Gráfico 5

Diferenciales de la deuda soberana a diez años de la zona del euro frente al tipo swap del eonia (OIS)

(puntos porcentuales)



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 a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2019.

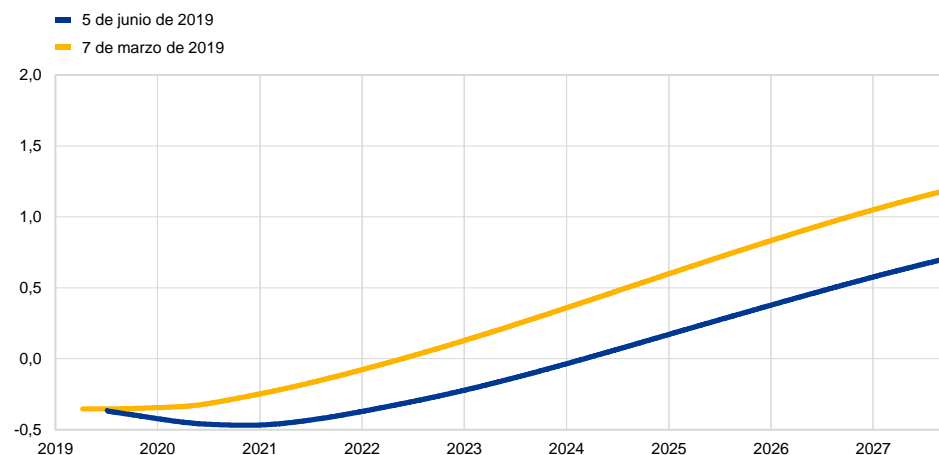
El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en el -0,37 % durante el periodo considerado. El exceso de liquidez aumentó alrededor de 6 mm de euros, hasta una cifra de 1.904 mm de euros. Para más información sobre la evolución de la situación de liquidez, véase el recuadro 2.

La curva de tipos forward del eonia se desplazó a la baja durante el período analizado. Al final del período, la curva se situaba por debajo de cero en todos los horizontes anteriores a 2024, lo que refleja las expectativas de los mercados de que los tipos de interés se mantendrán en niveles negativos durante un período prolongado (véase gráfico 6).

Gráfico 6

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

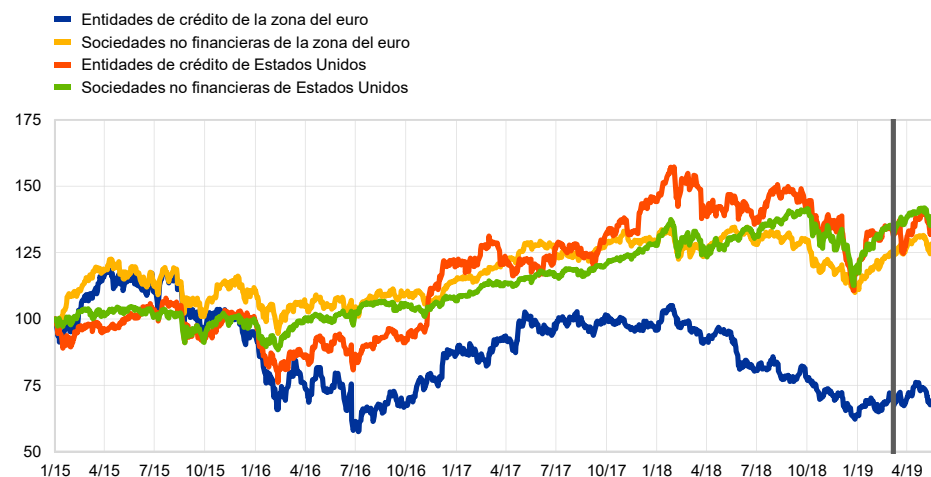
Las cotizaciones del sector no financiero aumentaron ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos.

Las cotizaciones del sector bancario y de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementaron en la primera parte del período de referencia como resultado de los tipos de interés libres de riesgo más bajos y del mayor optimismo en relación con las perspectivas del comercio mundial. Las sociedades no financieras de la zona del euro también se vieron respaldadas por la mejora de las expectativas de beneficios. Sin embargo, el resurgimiento de las tensiones comerciales desde principios de mayo revirtió gran parte de estas ganancias (véase gráfico 7). En consecuencia, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron, en general, un 0,5 %, mientras que las cotizaciones del sector bancario retrocedieron un 6,8 %. Se observó una evolución similar en Estados Unidos, donde los precios de las acciones de las sociedades no financieras registraron una subida del 2,3 % y los correspondientes al sector bancario se incrementaron un 0,9 %.

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

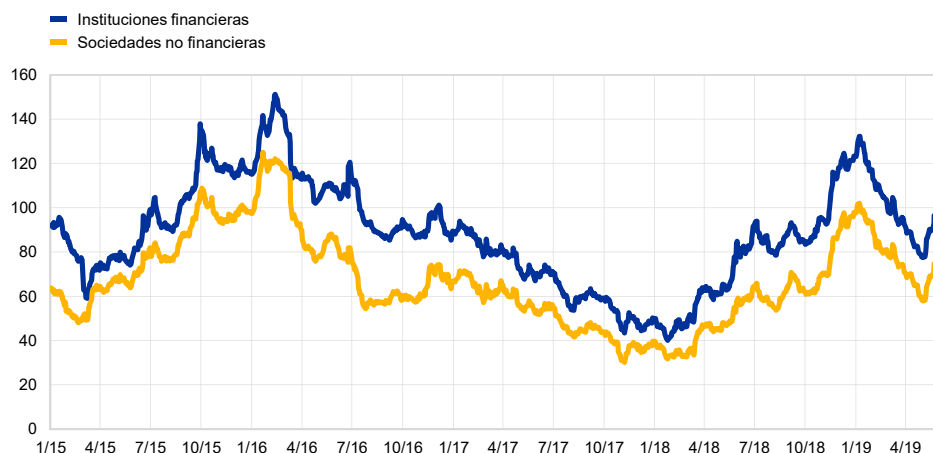
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2019.

Pese a las grandes variaciones, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se mantuvieron básicamente inalterados al final del período analizado. Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro continuaron inicialmente la tendencia descendente que comenzó a principios de este año. Esta tendencia se interrumpió a comienzos de mayo debido a un cambio en la percepción de riesgo, que se tradujo en un fuerte incremento de los diferenciales. En conjunto, el diferencial entre el rendimiento de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y el tipo libre de riesgo disminuyó unos 2 puntos básicos en el período considerado y se situó en 79 puntos básicos (véase gráfico 8). Los rendimientos de la deuda del sector financiero apenas variaron al final del período analizado, con una caída de su diferencial con respecto al tipo libre de riesgo de alrededor de 3 puntos básicos. Los dos diferenciales se mantuvieron significativamente por debajo de los niveles observados a finales de 2018.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

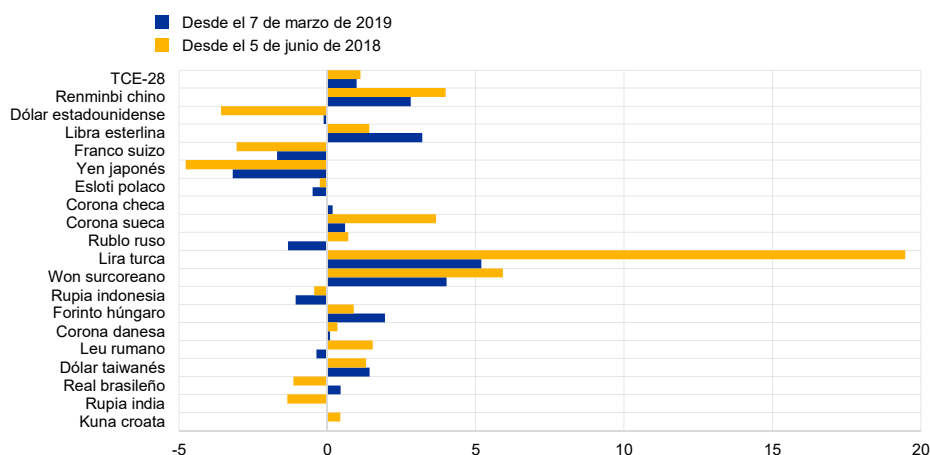
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2019.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció durante el período analizado (véase gráfico 9). 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 1 %. En términos bilaterales, la moneda única se depreció ligeramente frente al dólar estadounidense (0,1 %) y se debilitó frente al yen japonés (3,2 %) y al rublo ruso (1,3 %). El euro se apreció frente al renminbi chino (2,8 %) y a la libra esterlina (3,2 %), y también frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes.

Gráfico 9

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

(tasas de variación)



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 los tipos de cambio vigentes el 5 de junio de 2019.

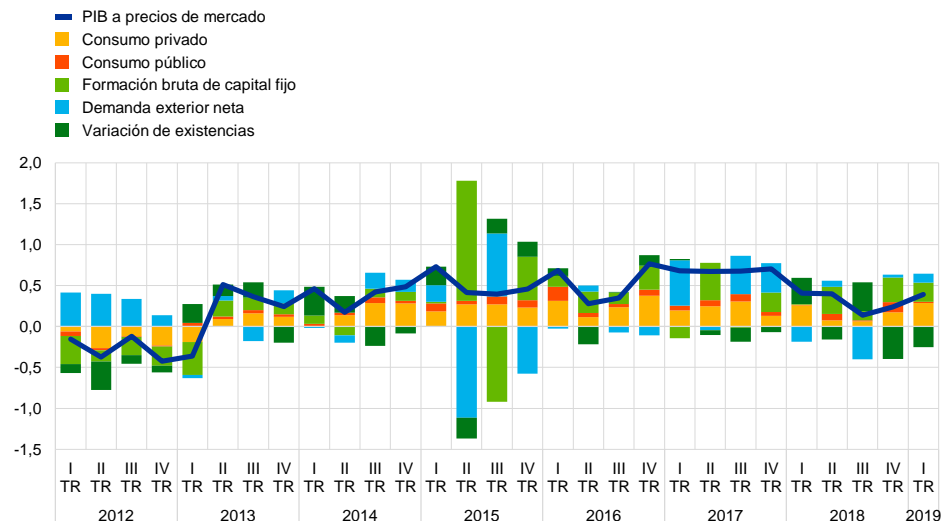
El crecimiento del PIB real de la zona del euro aumentó en el primer trimestre de 2019, tras la desaceleración observada en la segunda mitad del año pasado en el contexto de una evolución más débil de la demanda externa de la zona del euro. Sin embargo, los últimos datos disponibles y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a un ritmo de crecimiento más tenue pero sostenido a corto plazo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2019 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,2 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,4 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2019 y a la baja en 0,2 y 0,1 puntos porcentuales para 2020 y 2021, respectivamente.

El crecimiento aumentó en el primer trimestre de 2019, debido en gran medida a factores transitorios. El PIB real registró un avance intertrimestral del 0,4 % en el primer trimestre de 2019, tras crecer, en promedio, un 0,2 % en la segunda mitad de 2018 (para un análisis de los «baches coyunturales» en la zona del euro, véase el recuadro 3). La demanda interna se mantuvo sólida en el primer trimestre de 2019. En concreto, el consumo privado y la inversión en capital fijo fueron los principales factores impulsores del crecimiento, con una contribución de 0,3 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente. La variación de existencias contribuyó negativamente al avance del PIB real en el citado trimestre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue ligeramente positiva (véase gráfico 10). El crecimiento del producto en algunos países se vio favorecido por el alza de las exportaciones relacionada con una demanda de importaciones excepcionalmente vigorosa en el Reino Unido, en previsión de la fecha inicialmente fijada para el Brexit. Además, el consumo privado repuntó con fuerza en Alemania, ya que las matriculaciones de automóviles particulares experimentaron un acusado incremento tras las perturbaciones registradas en la fabricación de coches en el segundo semestre de 2018. El consumo privado también estuvo respaldado por las medidas fiscales que entraron en vigor en el primer trimestre, período en el que se prevé tengan su mayor impacto. Por el lado de la oferta, el crecimiento se sostuvo, en general, en todos los componentes del valor añadido. En conjunto, la producción industrial (excluida la construcción) aumentó un 0,8 % en el primer trimestre de 2019, en términos intertrimestrales, tras registrar una contracción del 1,2 % en el trimestre anterior. La producción de la construcción creció a un ritmo mayor (2 %) como resultado de las favorables condiciones meteorológicas de los primeros meses de 2019.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2019.

Los mercados de trabajo de la zona del euro se mantuvieron vigorosos. En el primer trimestre de 2019, el empleo creció a una tasa del 0,3 % —sin cambios con respecto al último trimestre de 2018—, beneficiándose del fuerte avance del producto. Aunque la expansión del empleo se ha ralentizado ligeramente, en promedio, en los tres últimos trimestres con respecto a la primera mitad de 2018, mantiene su solidez en comparación con la evolución del crecimiento del PIB. En el primer trimestre de 2019 se produjo un ligero descenso de las horas medias trabajadas. Entretanto, la productividad por persona ocupada no varió en dicho trimestre, en términos intertrimestrales, tras registrar ligeras caídas en la segunda mitad de 2018.

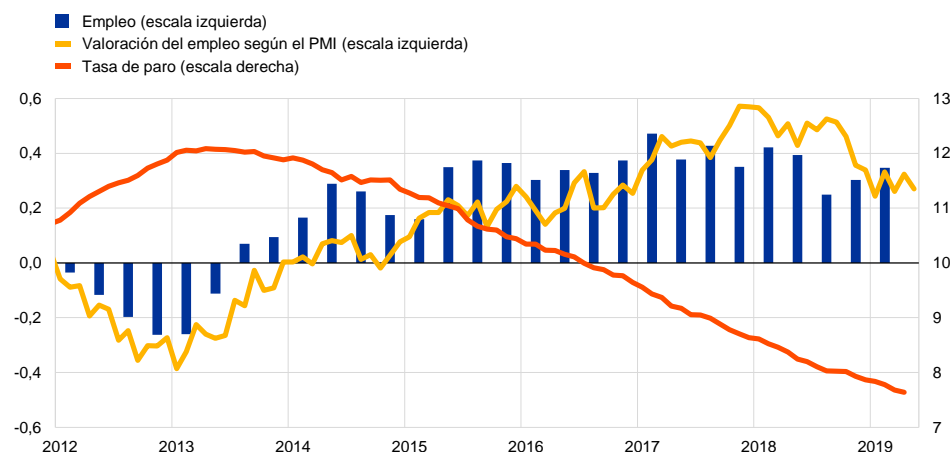
Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo publicados recientemente han continuado señalando un crecimiento positivo del empleo.

La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,6 % en abril, frente al 7,7 % observado en marzo. Los indicadores coyunturales procedentes de encuestas se moderaron en mayo, pero continúan sugiriendo que se seguirá creando empleo en un futuro próximo.

Gráfico 11

Empleo, valoración del empleo según el PMI y desempleo en la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice de directores de compras (PMI) está expresado como una desviación de 50 dividida entre 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2019 para el empleo, a mayo de 2019 para el PMI y a abril de 2019 para la tasa de paro.

La evolución del consumo privado siguió estando impulsada, fundamentalmente, por la recuperación del mercado de trabajo y por el fortalecimiento de los balances de los hogares. En el primer trimestre de 2019, el consumo privado aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, tras un crecimiento algo más débil en el último trimestre de 2018. Las matriculaciones de automóviles experimentaron un ascenso intermensual del 4,7 % en abril, con el que se consolidó el repunte observado en el primer trimestre y prácticamente se alcanzó el nivel registrado un año antes. La normalización de las matriculaciones está en consonancia con la intención manifestada por los hogares de realizar grandes compras el próximo año. Desde una perspectiva de más largo plazo, el incremento de las rentas del trabajo continúa respaldando el dinamismo subyacente del gasto en consumo, que también se refleja en el hecho de que la confianza de los consumidores se sitúe por encima de la media. Además, el fortalecimiento adicional de los balances de los hogares sigue siendo un factor importante para el crecimiento sostenido del consumo, ya que la solvencia de este sector es un determinante clave de su acceso al crédito.

Se espera que la actual recuperación de los mercados de la vivienda continúe contribuyendo significativamente al crecimiento total del PIB real. La inversión residencial creció un 1,1 % en el primer trimestre de 2019, lo que refleja la continuación de su recuperación en muchos países de la zona del euro y en la zona en su conjunto. Los indicadores de coyuntura y los resultados de las encuestas publicados recientemente señalan un impulso positivo pero en fase de desaceleración. La producción de la construcción aumentó por cuarto trimestre consecutivo en el primer trimestre de 2019, a una tasa del 2 %, similar a la observada en el segmento de construcción de edificios. Además, la actual trayectoria de crecimiento del índice de directores de compras (PMI) de producción de la construcción cumplió dos años y medio en abril, apreciándose un patrón semejante en su componente residencial. Al mismo tiempo, el indicador de

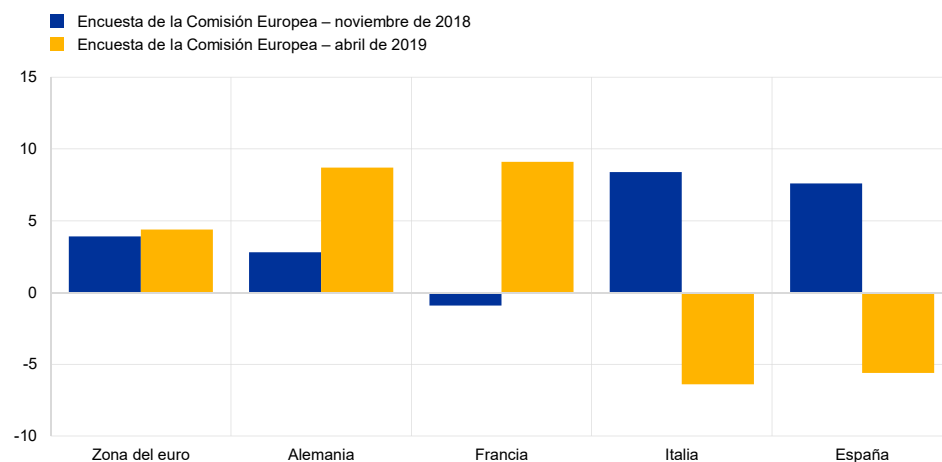
confianza de la construcción de la Comisión Europea descendió en mayo. Tanto el índice PMI como el indicador de confianza se mantuvieron muy por encima de sus medias de largo plazo.

Se espera que la inversión empresarial siga creciendo, aunque a un ritmo lento, y que la demanda externa continúe debilitándose. Esta previsión se ve respaldada por la última encuesta de inversiones industriales de la Comisión Europea, según la cual las expectativas de crecimiento anual de la inversión en la zona del euro en 2019 se mantienen prácticamente sin variación —en el 4,4 %— con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo en noviembre de 2018 (véase gráfico 12). La evidencia procedente de la encuesta sugiere, además, que la inversión debería seguir sustentándose en el fortalecimiento de la demanda interna, las elevadas tasas de utilización de la capacidad productiva y unas condiciones de financiación favorables. Como nota algo menos positiva, la confianza de los inversores en los últimos trimestres se ha visto mermada por factores geopolíticos, conflictos comerciales, el Brexit y vulnerabilidades en China (véase el recuadro 4, titulado «La confianza y la inversión»).

Gráfico 12

Planes de inversión industrial real en 2019

(volúmenes; tasas de variación interanual)



Fuente: Encuesta de inversiones industriales de la Comisión Europea.

El comercio de la zona del euro mantuvo su debilidad, pero mostró signos incipientes de estabilización.

Según los datos de contabilidad nacional más recientes, las exportaciones totales de la zona del euro aumentaron un 0,6 %, en términos reales, en el primer trimestre de 2019, al tiempo que las importaciones se incrementaron un 0,4 % en tasa intertrimestral. Los últimos datos mensuales sobre el comercio de bienes han confirmado esta débil evolución, ya que las exportaciones nominales a países no pertenecientes a la zona del euro experimentaron una pequeña contracción en marzo (–0,2 %, en tasa intermensual), mientras que las importaciones nominales de fuera de la zona han registrado una ligera recuperación, tras haber descendido en febrero (0,7 %, en tasa intermensual). Las exportaciones reales de bienes a China se recuperaron en marzo y las exportaciones al Reino Unido sorprendieron positivamente en febrero, impulsadas por efectos de anticipación,

mientras que las exportaciones a Estados Unidos se debilitaron durante el invierno. Los indicadores de opinión más recientes basados en pedidos exteriores muestran señales dispares.

Pese al dato positivo de crecimiento del PIB real de la zona del euro en el primer trimestre de 2019, los datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a un crecimiento ligeramente más débil en el segundo y tercer trimestre de este año.

Aunque el impacto de factores relacionados con países y sectores específicos parece haberse disipado hasta cierto punto, la elevada incertidumbre global sigue lastrando las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea se situó, en promedio, en 104,5 en abril y mayo, por debajo de la media de 106 correspondiente al primer trimestre de 2019. Asimismo, el último índice PMI compuesto de producción registró un valor medio de 51,6, y apenas varió con respecto a la media del primer trimestre. Mientras que el ESI se mantiene por encima de su media de largo plazo, el PMI se sitúa en niveles ligeramente inferiores y relativamente próximos al umbral de contracción.

Se espera que la economía de la zona del euro continúe creciendo a un ritmo moderado en el corto plazo.

Las medidas de política monetaria del BCE siguen propiciando un nivel favorable de los tipos de interés del crédito, lo que fomenta el crecimiento económico en la zona del euro. El consumo privado se sustenta en las buenas condiciones de los mercados de trabajo, el aumento continuado del empleo y la confianza de los hogares. La inversión residencial mantiene su fortaleza, mientras que la inversión empresarial está respaldada por unas condiciones de financiación favorables y por la solidez de la demanda interna. Sin embargo, las dificultades observadas a escala mundial siguen lastrando las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la zona del euro, ya que la amenaza de un aumento del proteccionismo y de los factores geopolíticos se ha acentuado más recientemente. En este contexto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja.

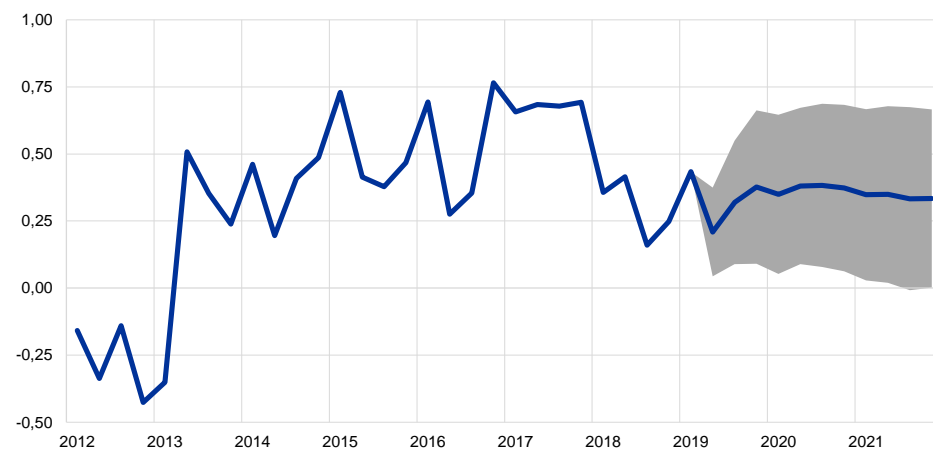
Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2019 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,2 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,4 % en 2021 (véase gráfico 13).

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2019 y a la baja en 0,2 y 0,1 puntos porcentuales para 2020 y 2021, respectivamente.

Gráfico 13

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2019», publicado en el sitio web del BCE el 6 de junio de 2019.

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.

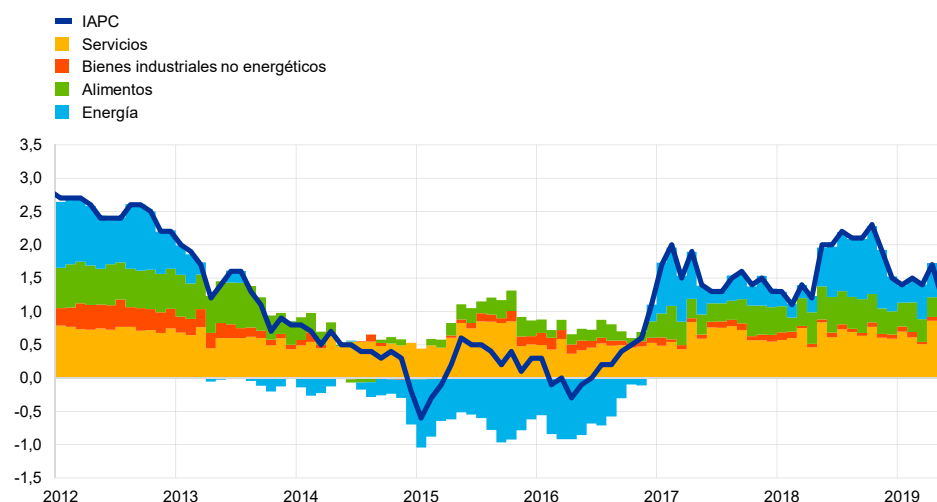
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,2 % en mayo de 2019, frente al 1,7 % registrado en abril. Haciendo abstracción de la reciente volatilidad atribuible a factores temporales, los indicadores de la inflación subyacente se mantienen en general en niveles moderados, aunque las presiones de los costes laborales continúan intensificándose y ampliándose en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente se incremente gradualmente a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica y por el mayor crecimiento de los salarios. Esta valoración se refleja también, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,3 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2019 y a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2020. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,1 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021.

La inflación general retrocedió en mayo como consecuencia del menor ritmo de avance interanual de los precios en las categorías más volátiles. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,2 % en mayo de 2019, desde el 1,7 % registrado en abril (véase gráfico 14). El incremento de abril y el posterior descenso de mayo reflejaron, en gran parte, las fechas más tardías de la Semana Santa de este año y su efecto sobre las tasas de crecimiento interanual de los precios de determinados servicios relacionados con turismo y viajes. Este efecto es particularmente evidente en la evolución del IAPC de servicios, que aumentó desde el 1,1 % observado en marzo hasta el 1,9 % de abril, antes de volver a caer hasta el 1,1 % en mayo. El componente energético del IAPC disminuyó y se situó en el 3,8 % en mayo, desde el 5,8 % de abril.

Gráfico 14

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.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2019 (estimaciones de avance). Las tasas de crecimiento correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase recuadro 5, *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019).

Los indicadores de la inflación subyacente permanecieron, en general, en niveles moderados.

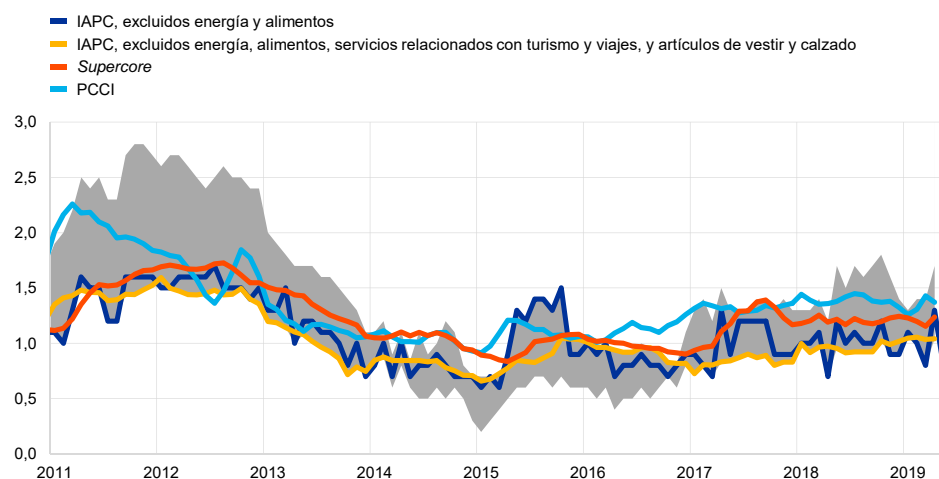
La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 0,8 % en mayo, frente al 1,3 % de abril y el 0,8 % de marzo (véase gráfico 15). Al igual que en el caso del IAPC general, el aumento de esta medida de inflación subyacente en abril y su posterior descenso en mayo también reflejaron el efecto de la celebración de la Semana Santa en fechas más tardías. Este impacto al alza de carácter temporal sobre la tasa de inflación de abril se refleja asimismo en las medias truncadas incluidas en el conjunto de indicadores y es probable que las cifras de mayo no cambien la estabilidad general observada en los indicadores de la inflación subyacente en los últimos meses. De hecho, las medidas que ayudan a hacer abstracción de esos efectos transitorios —como el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y el calzado; el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») — se mantuvieron sin variación en abril (últimos datos disponibles)². De cara al futuro, se espera que los indicadores de la inflación subyacente se incrementen de forma gradual, particularmente impulsados por el sólido crecimiento de los salarios y por el repunte observado en la tasa de variación de los precios de producción.

² Para más información sobre estas medidas de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «*Measures of underlying inflation for the euro area*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

Gráfico 15

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2019 (estimación de avance) para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a abril de 2019 para el resto de los indicadores. 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 tasas de crecimiento del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase recuadro 5, *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019).

Las presiones inflacionistas en las fases posteriores de la cadena de producción de los bienes industriales no energéticos se mantuvieron muy por encima de su media histórica, pero disminuyeron ligeramente en las primeras fases.

La inflación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio vendidos en la zona del euro se redujo levemente, hasta situarse en el 0,9 % en abril, desde el 1 % de marzo, aunque este nivel sigue siendo muy superior a la media histórica del 0,55 %. El incremento desde el mínimo del -0,2 % registrado en diciembre de 2016 ha sido generalizado en los distintos subsectores manufactureros, lo que indica una cierta fortaleza. La correspondiente tasa de avance de los precios de importación continuó creciendo a un ritmo sostenido hasta situarse en el 1,5 % en marzo, desde el mínimo reciente del 0,3 % observado en diciembre, lo que refleja en gran medida el impacto de la reciente depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Esta evolución puede haber compensado el ligero debilitamiento de las presiones inflacionistas a escala mundial, como muestra el índice de precios industriales (IPRI) mundial, excluida la energía, que volvió a descender en marzo, hasta situarse en el 3,3 %, desde el máximo del 4,8 % registrado en septiembre de 2018.

El crecimiento de los salarios se mantuvo vigoroso, lo que puso de manifiesto la acumulación de presiones internas de costes.

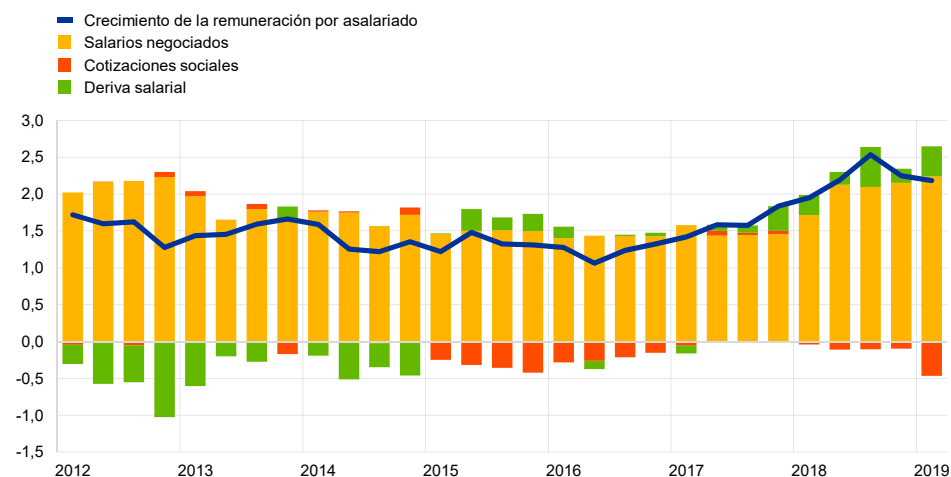
El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,2 % en el primer trimestre de 2019, sin variación con respecto al cuarto trimestre de 2018 y por encima de su media de largo plazo (véase gráfico 16). La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro fue del 2,2 % en el primer trimestre de 2019, también sin cambios con respecto al cuarto trimestre de 2018. A diferencia de la deriva salarial, el avance de los salarios negociados es más persistente y reacciona

gradualmente a las variaciones acumuladas en la tasa de desempleo. Las perspectivas de que los salarios negociados sigan creciendo con fuerza en el futuro se sustentan, sobre todo, en algunos convenios a más largo plazo (en algunos casos hasta el año 2020) y deberían respaldar un ritmo de crecimiento robusto de la remuneración por asalariado durante 2019.

Gráfico 16

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 primer trimestre de 2019.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han registrado un ligero descenso, mientras que los indicadores de opinión se han mantenido estables. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,29 % el 5 de junio de 2019, ocho puntos básicos por debajo del nivel observado cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno en abril (véase gráfico 17).

El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación, con 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 es insignificante, lo que sugiere que en la actualidad los mercados consideran que el riesgo de deflación es muy bajo. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron estables en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. En la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2019, las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron en el 1,8 %, mientras que en las encuestas de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro correspondientes a abril se mantuvieron en el 1,9 %.

Gráfico 17

Indicadores de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, Consensus Economics, Thomson Reuters y cálculos del BCE. Notas: En la EPE, «a más largo plazo» se refiere a un año natural dentro de entre cuatro y cinco años a partir de la fecha de la encuesta, mientras que en la encuesta de Consensus Economics indica la media de un período a entre cinco y diez años vista a partir de la fecha de la encuesta. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019 para la EPE, a abril de 2019 para Consensus Economics y al 5 de junio de 2019 para los tipos *swap* de inflación.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2019, la inflación subyacente aumentará de manera gradual. Sobre la base de la información disponible a mediados de mayo, estas proyecciones sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 1,3 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021, frente al 1,2 %, el 1,5 % y el 1,6 %, respectivamente, que se preveían en las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2019 (véase gráfico 18). Estas revisiones obedecen en gran parte al componente energético, que se revisa notablemente al alza para 2019, debido al mayor crecimiento de los precios del petróleo, y a la baja para 2020, como consecuencia de la pendiente más pronunciada a la baja de la curva de futuros sobre el petróleo. A tenor de las proyecciones, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, seguirá una senda ascendente, respaldada por la recuperación económica más gradual —pero continuada— y por el tensionamiento de los mercados de trabajo, que dará lugar a un aumento de las presiones de costes de origen interno. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance del 1,1 % en 2019 al 1,4 % en 2020 y al 1,6 % en 2021. Este perfil supone una ligera revisión a la baja para 2019, reflejo, principalmente, de datos que muestran una evolución más débil de lo esperado en lo que va de año.

Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2019», publicado en el sitio web del BCE el 6 de junio de 2019.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2019 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2021 (proyecciones). 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. La fecha límite de recepción de datos para las proyecciones fue el 22 de mayo de 2019.

El crecimiento interanual del agregado monetario amplio y de los préstamos al sector privado aumentó en abril de 2019. El crecimiento de M3 mantuvo su fortaleza frente a la menor contribución automática de las compras netas realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). Al mismo tiempo, las condiciones de financiación y del crédito de los bancos continuaron siendo favorables y reflejaron también las medidas de política monetaria anunciadas en marzo y en junio. Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras repuntaron en el primer trimestre de 2019, tras disminuir en el cuarto trimestre de 2018, en un entorno de mejora de las condiciones del mercado de bonos y, hasta abril, de menor coste de la financiación mediante valores de renta fija.

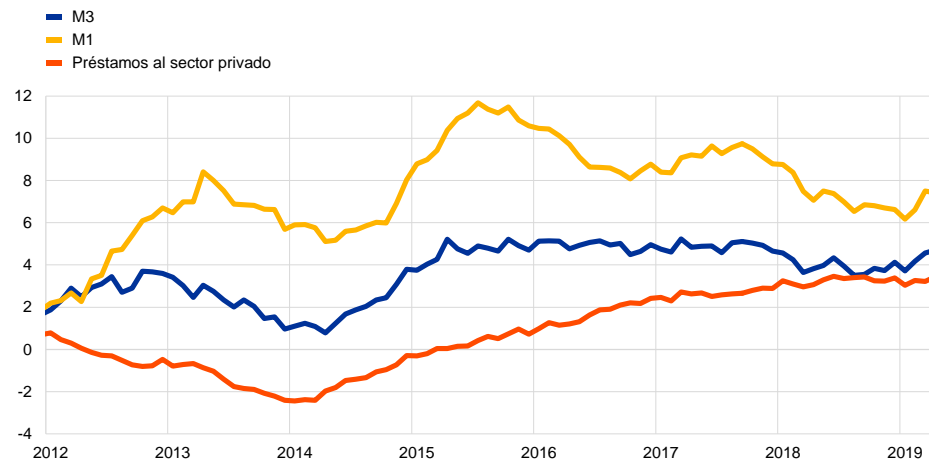
El agregado monetario amplio repuntó en abril, retornando a su tasa de crecimiento de finales de 2017. La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 4,7 % en abril de 2019, desde el 4,6 % registrado en marzo (véase gráfico 19), respaldada por la caída del coste de oportunidad. En este sentido, el crecimiento de M3 mantuvo su fortaleza frente a la menor contribución automática del APP, lo que implica que este programa tuvo un impacto positivo más reducido. El avance de M3 se había moderado desde finales de 2017 hasta el mínimo reciente de agosto de 2018, debido a la disminución de las compras netas de activos. El agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, volvió a ser el componente que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. El ritmo de avance interanual de M1 se mantuvo prácticamente estable en abril, en el 7,4 %, frente al 7,5 % de marzo, lo que confirma el cese de la tendencia a la baja observada desde finales de 2017. Dado que M1 real tiene propiedades de indicador adelantado con respecto al crecimiento del PIB real, esta evolución es acorde con una estabilización de la actividad económica en los próximos meses³.

³ Véase el recuadro 4 titulado «La capacidad predictiva de M1 real sobre la actividad económica real de la zona del euro», Boletín Económico, número 3, BCE, 2019.

Gráfico 19

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a abril de 2019.

Los depósitos a la vista, el principal componente de M1, continuaron

registrando una tasa de crecimiento robusta en términos interanuales.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se mantuvo sin variación en el 7,8 % en abril y reflejó la estabilidad de la tasa de avance interanual de estos depósitos en poder de los hogares y la disminución de la tasa correspondiente a las sociedades no financieras. Además, pese a experimentar cierta volatilidad a corto plazo, el crecimiento del efectivo en circulación ha seguido su tendencia consolidada, lo que indica que no se está produciendo una sustitución significativa del efectivo por depósitos en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos en la zona del euro en su conjunto. La contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) pasó a ser positiva por primera vez desde finales de 2013, prolongando la tendencia al alza observada en los últimos trimestres, respaldada por el menor coste de oportunidad de mantener M3. Asimismo, persistió la aportación negativa de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) al crecimiento de M3, como consecuencia de su remuneración relativamente reducida.

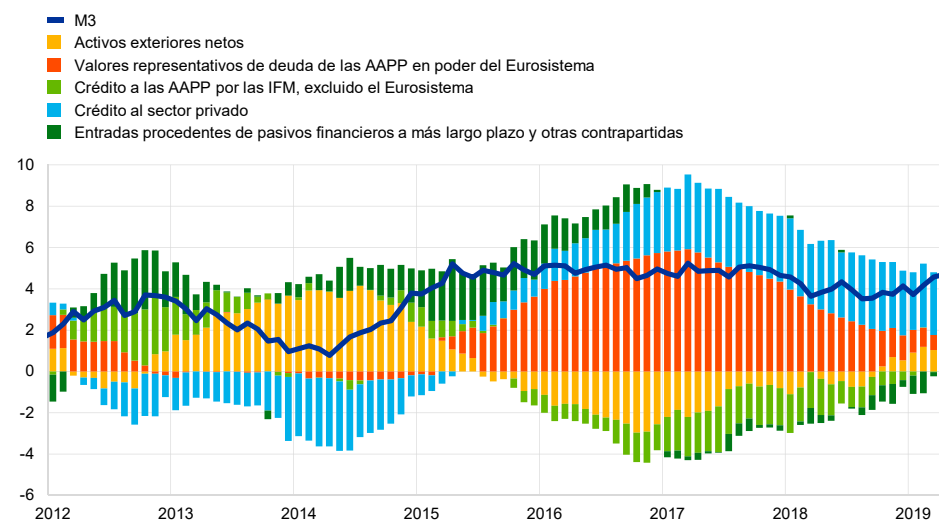
Por lo que respecta a las contrapartidas, la menor contribución automática del APP al crecimiento de M3 se ha visto compensada, en gran medida, por la contribución positiva del crédito al sector privado y, recientemente, de los flujos monetarios externos (véase gráfico 20).

La aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema, que refleja la contribución automática del APP al avance de este agregado, continuó disminuyendo (véanse las partes de color rojo de las barras del gráfico 20). Aunque el crédito al sector privado siguió siendo la principal fuente de creación de dinero (véanse las partes de color azul de las barras del gráfico 20), la menor aportación del APP ha sido sustituida en los últimos meses por flujos monetarios externos (véanse las partes de color amarillo de las barras del

gráfico 20). La creciente contribución de los activos exteriores netos refleja el mayor interés de los inversores extranjeros por los activos de la zona del euro.

Gráfico 20
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 las IFM. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La última observación corresponde a abril de 2019.

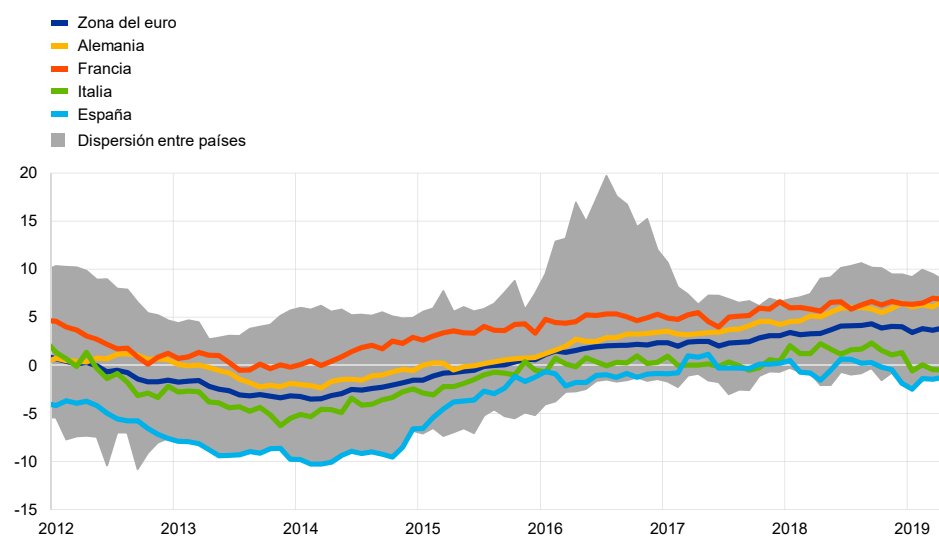
El crecimiento del crédito siguió, en términos generales, la desaceleración de la actividad económica, pero repuntó ligeramente en abril. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nomenclal de tesorería [*notional cash pooling*]) aumentó hasta el 3,4 % en abril, desde el 3,2 % observado en marzo (véase gráfico 19). Esta evolución obedeció principalmente al incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que se situó en el 3,9 % en abril, frente al 3,6 % de marzo. Más allá de la volatilidad a corto plazo, la tasa de crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras registró una leve moderación, aunque permaneció en niveles relativamente cercanos a su máximo de septiembre de 2018, que fue del 4,3 %. Este resultado está en consonancia con el retardo de su patrón cíclico con respecto a la actividad económica real y con la ralentización de la demanda agregada observada a lo largo de 2018. La moderación se debió, en gran medida, a la contracción de la demanda de crédito, como consecuencia de la menor necesidad de financiación de las empresas. En cambio, las condiciones de concesión de crédito bancario y del mercado de renta fija siguieron siendo favorables (véase más adelante), lo que sugiere que las fuerzas de oferta no están afectando a la dinámica del crédito, dado el amplio grado de acomodación de la política monetaria. El avance del crédito a empresas se caracterizó por una heterogeneidad considerable entre países (véase gráfico 21). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares aumentó ligeramente en abril —hasta el 3,4 %, desde el 3,3 % de marzo—, mostrando también disparidad entre los distintos países

(véase gráfico 22). La progresiva expansión general de estos préstamos continuó estando impulsada tanto por el crédito al consumo como por los préstamos para adquisición de vivienda, habiendo registrado estos últimos un crecimiento neto moderado en términos históricos en el conjunto de la zona del euro. Al mismo tiempo, el avance de los préstamos para adquisición de vivienda y la evolución del precio de la vivienda también son heterogéneos entre países.

Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual)



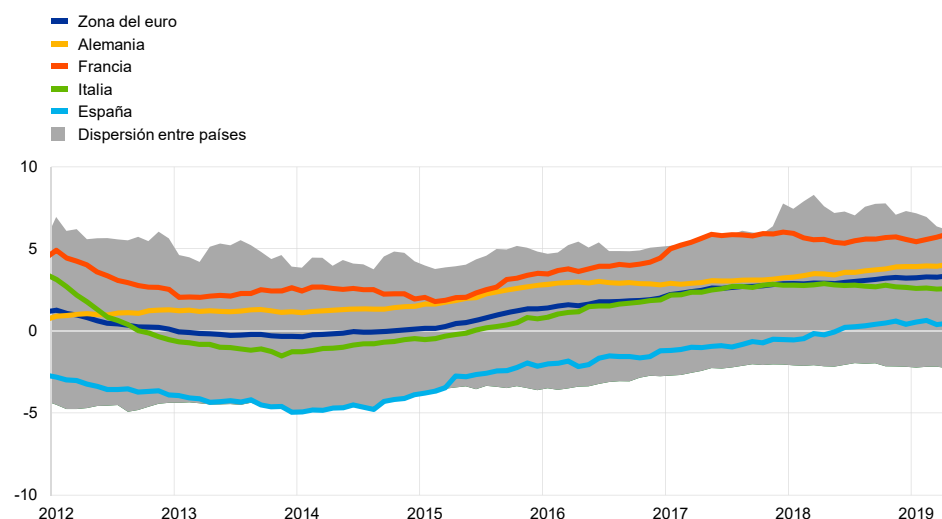
Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a abril de 2019.

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones 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 abril de 2019.

Las condiciones de financiación de la deuda de las entidades de crédito han seguido mejorando.

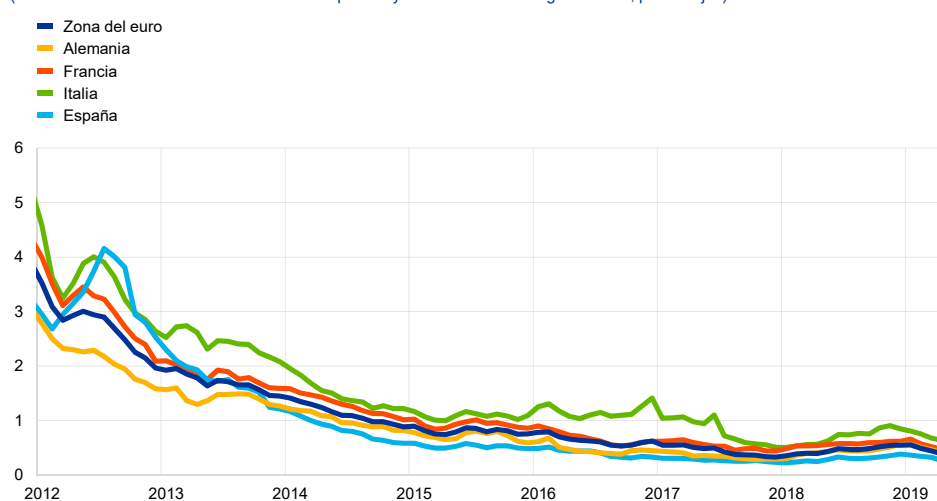
En abril, el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro continuó disminuyendo con respecto al máximo reciente registrado en enero de 2019 y retornó a su nivel de febrero de 2018 (véase gráfico 23). Esta evolución obedeció fundamentalmente al considerable descenso de la rentabilidad de los bonos bancarios. No obstante, en comparación con los depósitos, los bonos bancarios siguieron siendo la fuente de financiación más cara y representaron una proporción limitada de la financiación total mediante deuda de los bancos. Además, los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro permanecieron prácticamente estables en el mes de abril. La mejora de los costes de financiación de la deuda de las entidades fue generalizada en los países de mayor tamaño de la zona. Mientras que los tipos de interés de los depósitos se mantuvieron prácticamente sin cambios en estos países, las rentabilidades de los bonos bancarios cayeron considerablemente en abril. Además, en sus respuestas a la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE, las entidades de la zona del euro indicaron que había mejorado el acceso a la financiación en el primer trimestre de 2019, especialmente el acceso a la financiación mediante valores representativos de deuda. Al mismo tiempo, el nivel de los costes de financiación de los bancos siguió siendo heterogéneo entre los países más grandes de la zona del euro. En abril, los márgenes crédito-depósito de las entidades de crédito de la zona disminuyeron ligeramente para las nuevas operaciones. Simultáneamente, se está produciendo la compresión de los márgenes crédito-depósito en relación con los tipos de interés de los préstamos vivos en países con un alto recurso a los contratos a tipo de interés fijo, lo que indica que se están reajustando gradualmente los antiguos contratos de préstamo a nuevos tipos más bajos. La propia compresión de los citados márgenes ejerce un efecto moderador sobre la rentabilidad bancaria, que, no obstante, se compensa con el

impacto positivo del entorno de tipos de interés bajos o incluso negativos sobre la calidad del crédito (lo que reduce los costes de provisiones) y los volúmenes de crédito. En conjunto, las condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro siguieron siendo favorables y reflejaron la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, así como el fortalecimiento de los balances bancarios. Al mismo tiempo, pese a que las entidades han avanzado en el saneamiento de sus balances, por ejemplo, mediante la reducción de los préstamos dudosos, el nivel de la rentabilidad bancaria en la zona del euro continúa siendo bajo.

Gráfico 23

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

(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 abril de 2019.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares permanecieron en mínimos históricos.

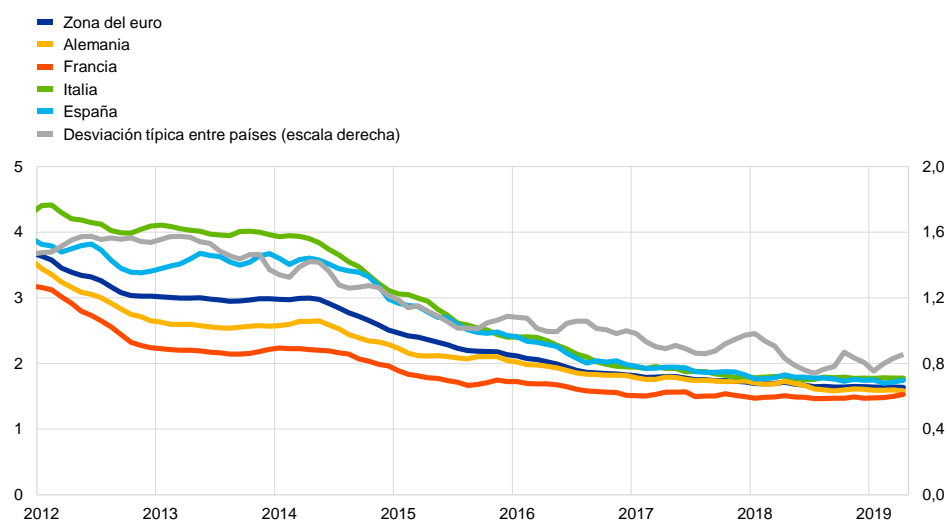
En abril de 2019, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 24) disminuyó hasta el 1,62 % e igualó el mínimo histórico registrado en mayo de 2018. Los costes de financiación más favorables de las entidades de crédito, así como la persistencia de fuertes presiones competitivas, tuvieron un efecto moderador sobre los tipos de interés de estos préstamos. Además, el bajo riesgo de crédito para las sociedades no financieras en términos agregados, como indican las bajas frecuencias de impago esperadas, también contribuyó a mantener los tipos de interés de los préstamos en niveles reducidos. El tipo de interés sintético de los préstamos para adquisición de vivienda descendió hasta el 1,75 % en abril, registrando un nuevo mínimo histórico (véase gráfico 25). Las presiones competitivas y los costes de financiación más favorables de las entidades de crédito ejercieron un efecto moderador sobre los tipos de interés de los préstamos concedidos a los hogares de la zona del euro. En conjunto, los tipos sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido significativamente desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014 y, entre mayo de 2014 y

abril de 2019, cayeron en torno a 130 y 115 puntos básicos, respectivamente. La reducción de los tipos del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a las pequeñas empresas (suponiendo que los créditos de hasta 250.000 euros se otorgan, sobre todo, a pequeñas empresas) fue especialmente significativa en los países de la zona del euro que se vieron más afectados por la crisis financiera, lo que indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en todos los países de la zona y en todos los tamaños de empresas.

Gráfico 24

Tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



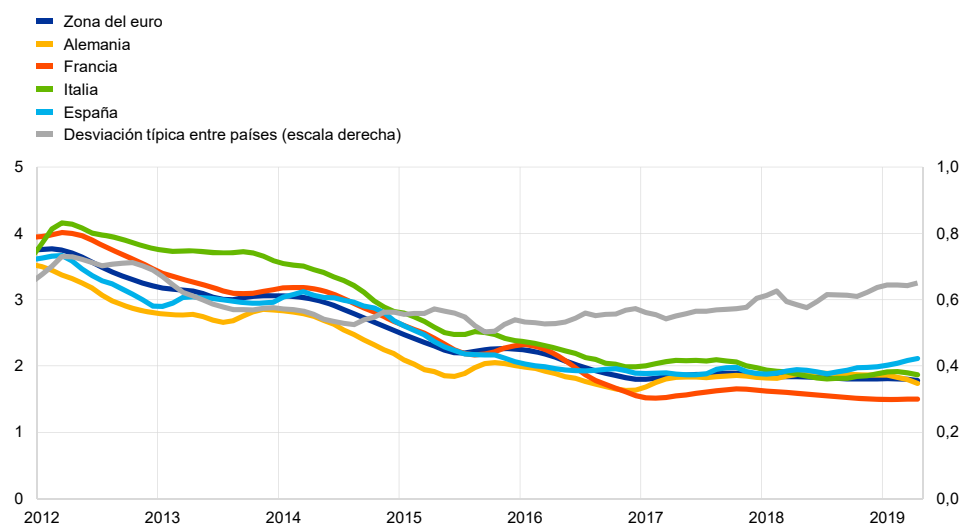
Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a abril de 2019.

Gráfico 25

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a abril de 2019.

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo en el primer trimestre de 2019.

Esta evolución fue reflejo de la moderación de los préstamos bancarios, así como de la persistencia de un bajo nivel de emisiones de acciones cotizadas, mientras que las emisiones netas de valores representativos de deuda fueron relativamente intensas. Con todo, en comparación con el anterior episodio de ralentización del crecimiento en 2015-2016, los flujos de financiación mediante deuda de las sociedades no financieras (préstamos de las IFM, emisiones de valores representativos de deuda y préstamos de entidades distintas de IFM) fueron más elevados, lo que es coherente con las condiciones de financiación de la deuda más favorables y con la mayor fortaleza de los balances de las empresas. En conjunto, dado que la financiación externa de las sociedades no financieras normalmente reacciona con retardo a la evolución de la actividad económica, su reciente moderación es compatible con el debilitamiento de la actividad económica en 2018 y con la consiguiente disminución de las necesidades de financiación de las empresas.

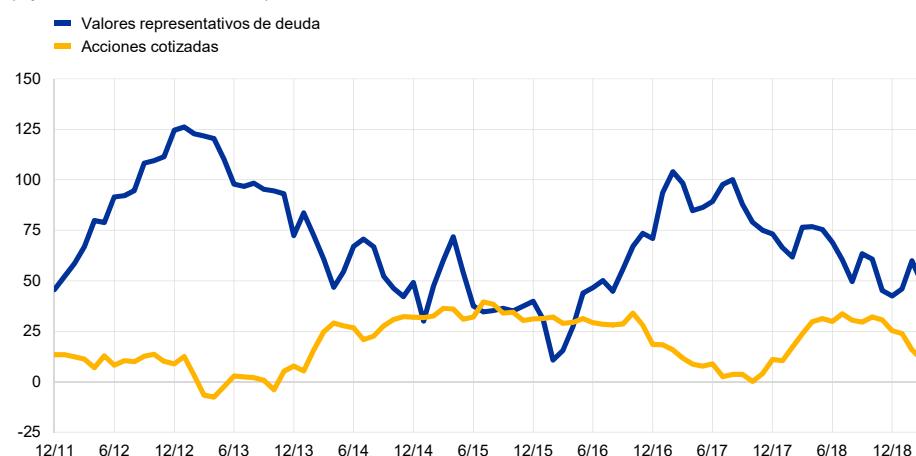
En el primer trimestre de 2019, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras repuntaron con fuerza, desde el nivel negativo registrado en el último trimestre de 2018. El principal determinante de los flujos netos positivos de emisiones de valores representativos de deuda de las sociedades no financieras en el primer trimestre de 2019 fue muy probablemente el aplazamiento de las emisiones en el último trimestre de 2018, que estuvo relacionado con el deterioro de las perspectivas económicas y el aumento de los diferenciales de los bonos emitidos por dichas sociedades, en el contexto de una aversión al riesgo más general en el mercado. El rápido descenso del coste de la financiación mediante valores de renta fija desde finales de 2018 provocó un repunte de las emisiones netas de estos valores por parte de las sociedades no

financieras. Desde una perspectiva de más largo plazo, los flujos interanuales de emisiones netas correspondientes a marzo de 2019 se situaron por encima de los registrados en diciembre de 2018 —cuando alcanzaron el registro más bajo observado desde mayo de 2016 (véase gráfico 26)— y son acordes con una estabilización gradual que comenzó a principios de 2019. Los datos de mercado sugieren que, en abril y mayo de 2019, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de emisores con calificación tanto de grado de inversión como inferior al grado de inversión mostraron una atonía considerablemente mayor que en el primer trimestre de 2019. Las emisiones netas de acciones cotizadas continuaron debilitándose en dicho trimestre, como consecuencia de una serie de flujos mensuales netos negativos que comenzaron en noviembre de 2018.

Gráfico 26

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 marzo de 2019.

En abril de 2019, el coste de financiación de las sociedades no financieras siguió disminuyendo en comparación con su nivel de finales de 2018 y registró un mínimo histórico. En abril, 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 %, situándose siete puntos básicos por debajo del nivel de marzo de 2019 y marcando un nuevo mínimo histórico. Aunque se estima que el coste de financiación aumentó ligeramente en mayo, se mantiene sustancialmente 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.

Según la última encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas, las pymes de la zona del euro continuaron señalando el respaldo a las condiciones de financiación holgadas, aunque manifestaron cierta preocupación sobre la evolución reciente de su entorno de negocio. Un menor

número de pymes indicó un aumento de la disponibilidad de fuentes de financiación

externa, pese a la favorable disposición de los bancos a conceder crédito. Además, una creciente proporción de pymes en la mayoría de los países de la zona del euro consideró que las perspectivas macroeconómicas representaban un impedimento para su acceso a la financiación externa. Sin embargo, como en la encuesta anterior, el acceso a la financiación fue el aspecto que menos preocupación suscitaba, aunque aún persisten diferencias significativas entre países. El porcentaje de pymes con dificultades financieras en la zona del euro se ha mantenido prácticamente sin variación, en un nivel de alrededor del 3 %, lejos del máximo histórico, superior al 14 %, observado en la segunda mitad de 2012. En términos netos, un porcentaje menor, pero todavía considerable, de pymes señaló un aumento de la cifra de negocios en un contexto en el que sus beneficios no habían variado. La competencia, las dificultades para captar clientes y el incremento de los costes laborales y de otro tipo (materiales, energía e intereses) pueden haber lastrado los resultados.

Las proyecciones apuntan a que la orientación de la política fiscal de la zona del euro seguirá siendo ligeramente expansiva y que, por tanto, respaldará la actividad económica. Al mismo tiempo, los países con niveles de deuda pública elevados han de continuar reconstituyendo los colchones fiscales. Además, todos los países deberían intensificar sus esfuerzos para lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento. Asimismo, la aplicación transparente y coherente del marco de gobernanza fiscal y económica de la Unión Europea a lo largo del tiempo y en los distintos países sigue siendo esencial para reforzar la capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro.

Tras la mejora registrada el año pasado, se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se deteriore en 2019 y se mantenga estable en los dos próximos años⁴. La ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se situó en el 0,5 % del PIB en 2018, frente al 1 % observado en 2017. La mejora registrada en 2018 fue resultado, principalmente, de las condiciones cíclicas favorables y de la disminución de los pagos por intereses. Es probable que esta mejora revierta este año, como consecuencia de una considerable reducción del saldo primario ajustado de ciclo. También se espera que el mayor déficit se mantenga durante los dos próximos años (véase gráfico 27).

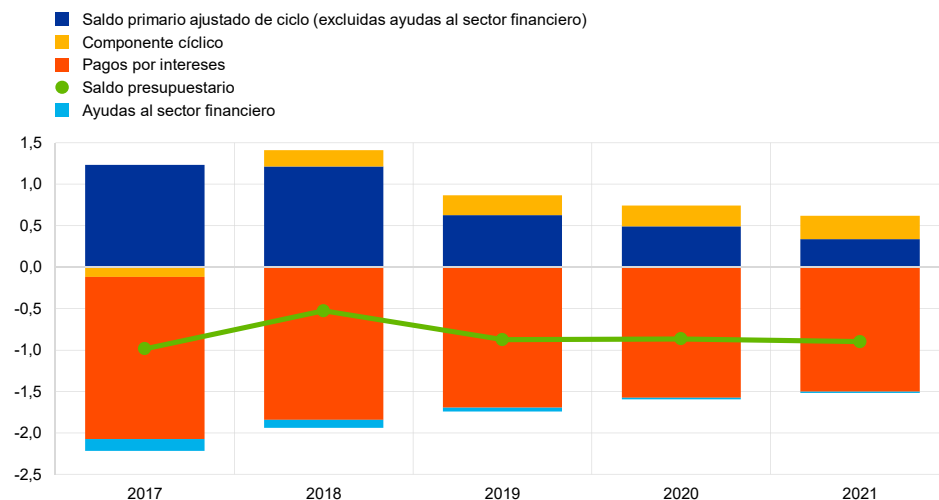
En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2019, las perspectivas relativas a la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro han mejorado ligeramente para todo el horizonte de proyección. La reducción del déficit refleja principalmente un menor deterioro del saldo primario ajustado de ciclo.

⁴ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2019», publicadas en el sitio web del BCE el 6 de junio de 2019.

Gráfico 27

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019.
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro fue neutral en 2018, pero se prevé que sea ligeramente expansiva a partir de 2019⁵. Este perfil está determinado, principalmente, por los recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales tanto en Alemania como en Francia, aunque también obedece a un crecimiento del gasto relativamente dinámico en otros países.

Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe disminuyendo a un ritmo más lento. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2019, la deuda agregada de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 85,1 % de 2018⁶ hasta el 80,6 % en 2021. La reducción proyectada de la ratio de deuda pública se sustenta tanto en un diferencial tipo de interés-crecimiento negativo⁷ como en los continuos superávits primarios (véase gráfico 28), si bien se espera que los ajustes déficit-deuda compensen algunos de estos efectos. Durante el horizonte de proyección, la ratio de deuda se reducirá, o aumentará —aunque con lentitud—, en todos los países de la zona del euro, pero seguirá superando considerablemente el valor de referencia del 60 % del PIB en algunos países. En comparación con las proyecciones de marzo de 2019, se espera que el descenso de la citada ratio agregada sea algo más acusado,

⁵ 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 en esta sección se mide como la variación de 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.

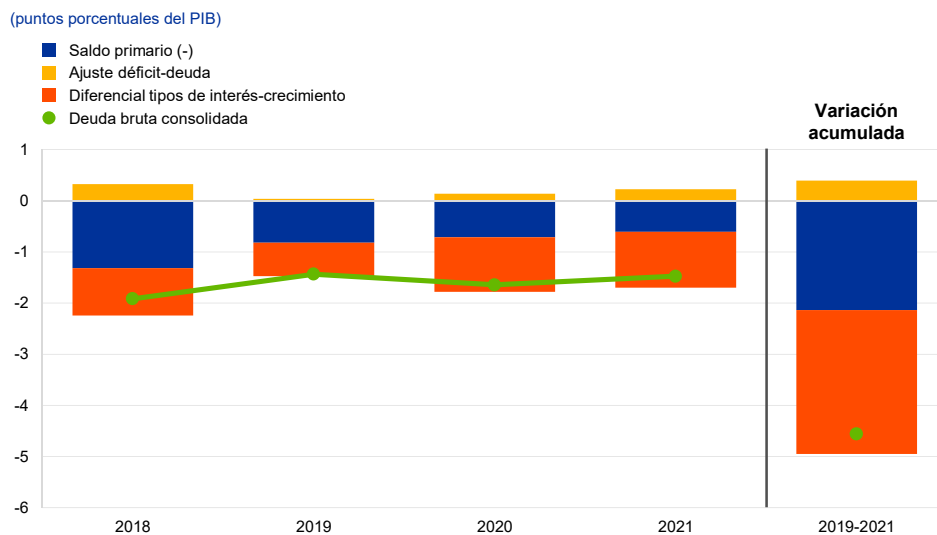
⁶ Como las proyecciones suelen tener en cuenta las revisiones de los datos, podría haber diferencias con respecto a los datos validados últimos de Eurostat.

⁷ Para más información, véase el recuadro titulado «El diferencial tipo de interés-crecimiento y la evolución de la deuda pública», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

habiéndose revisado a la baja, en 0,5 % puntos porcentuales, la proyectada para 2021. Ello se debe fundamentalmente a unas proyecciones de superávit primario algo más elevado y a una ligera revisión a la baja del ajuste entre déficit y deuda.

Gráfico 28

Factores determinantes de la variación de la deuda pública



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019.
 Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

Es necesario que los países velen por que sus políticas fiscales cumplan íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En particular, los países con niveles de deuda pública elevados deben situar su ratio de deuda en una senda descendente. Asimismo, todos los países deberían intensificar sus esfuerzos para lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento.

Recuadros

1

La disminución de las desinversiones netas en la zona del euro en 2018: reducción de la inversión directa y desaceleración de la inversión de cartera

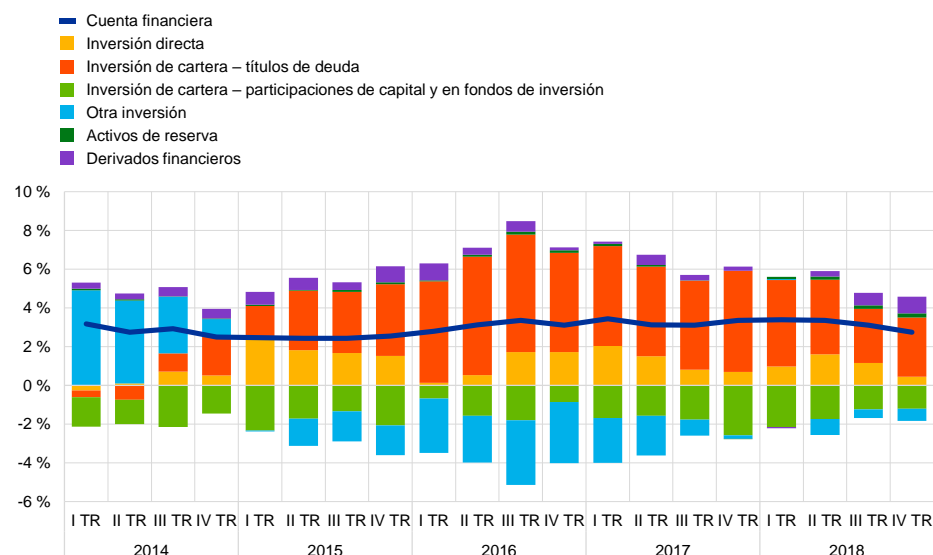
Michael Fidora y Martin Schmitz

En 2018, la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro registró desinversiones netas equivalentes al 2,7 % del PIB de la zona (véase gráfico A). La disminución de estas desinversiones, desde el 3,4 % del PIB en 2017, está en línea con la reducción del superávit por cuenta corriente de la zona observada en 2018 y refleja, en cierta medida, la reducción gradual de las compras netas efectuadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema (APP, por sus siglas en inglés). Los flujos netos de salida continuaron estando determinados por la inversión de cartera en títulos de deuda, así como, en menor medida, por los derivados financieros, la inversión directa y los activos de reserva. Al mismo tiempo, la zona del euro contabilizó entradas netas de inversión de cartera en forma de participaciones de capital y de la otra inversión (principalmente efectivo, préstamos y depósitos).

Gráfico A

Principales partidas de la cuenta financiera de la zona del euro

(sumas móviles de cuatro trimestres, porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Una cifra positiva (negativa) indica salidas (entradas) netas de (en) la zona del euro. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

La disminución del saldo de la cuenta financiera coincidió con un descenso generalizado de los flujos financieros transfronterizos en 2018 (véase gráfico B). En el lado de los activos, las adquisiciones netas de títulos de deuda de

la inversión de cartera de fuera de la zona del euro por parte de residentes en la zona se redujeron a menos de la mitad en 2018 y se situaron en el 1,4 % del PIB, desde el 4,1 % del PIB de 2017, mientras que las compras netas de participaciones de capital y en fondos de inversión de fuera de la zona cayeron hasta situarse en el 0,2 % del PIB (desde el 1,8 % del PIB de 2017). La mayor variación correspondió a la inversión directa, ya que los residentes en la zona del euro realizaron desinversiones netas en el exterior equivalentes al 1,9 % del PIB (frente a las inversiones netas del 3,9 % del PIB de 2017). La evolución de los pasivos fue similar, ya que los no residentes efectuaron desinversiones netas del 2,4 % del PIB de la zona del euro (después de realizar inversiones netas del 3,2 % del PIB el año anterior). Por otra parte, los inversores de fuera de la zona del euro incrementaron ligeramente las ventas netas de títulos de deuda de la inversión de cartera, hasta el 1,6 % del PIB, mientras que sus adquisiciones netas de participaciones de capital y en fondos de inversión descendieron, hasta situarse en el 1,4 % del PIB (desde el 4,3 % del PIB de 2017)⁸. Las reducciones contabilizadas en la inversión de cartera y en las transacciones de inversión directa en la zona del euro en 2018 son acordes, en líneas generales, con las observadas en otras economías avanzadas⁹.

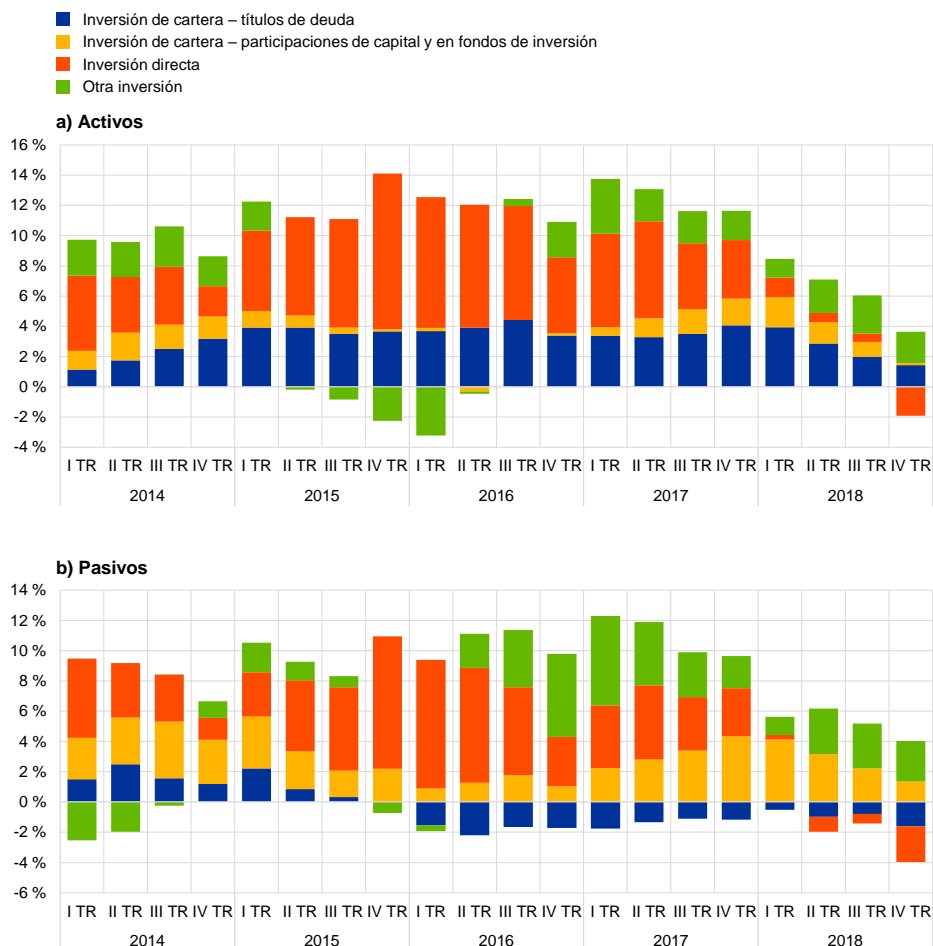
⁸ La «otra inversión» se mantuvo relativamente estable, ya que los flujos de activos y pasivos aumentaron, hasta alcanzar el 2 % y el 2,7 % del PIB, respectivamente (frente al 1,9 % y el 2,1 % del PIB en 2017).

⁹ De acuerdo con el conjunto de datos que se recogen en P. McQuade y M. Schmitz, «[America First? A US-centric view of global capital flows](#)», *Working Paper Series*, n.º 2238, BCE, febrero de 2019.

Gráfico B

Partidas seleccionadas de la cuenta financiera de la zona del euro

(sumas móviles de cuatro trimestres, porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: En los activos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona. En los pasivos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de la zona del euro por parte de inversores no residentes en la zona. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

La inversión de cartera en activos de fuera de la zona del euro, en particular en títulos de deuda, continuó reflejando el impacto del programa de compra de activos del Eurosistema en 2018¹⁰. Desde la puesta en marcha del programa ampliado de compra de activos en el primer trimestre de 2015, los residentes en la zona del euro han continuado realizando adquisiciones netas de títulos de deuda a largo plazo del exterior en vista de los diferenciales negativos de tipos de interés frente a otras economías avanzadas (véase gráfico B). En concreto, han reajustado sus carteras hacia deuda soberana emitida por otras economías avanzadas, principalmente el Tesoro estadounidense, ya que se considera el sustituto más próximo de los valores admitidos en el programa de compras de valores públicos. Al mismo tiempo, también siguieron siendo compradores netos de participaciones de

¹⁰ Entre el 9 de marzo de 2015 y el 19 de diciembre de 2018, el Eurosistema realizó adquisiciones netas de activos del sector público en el marco del programa de compras de valores públicos, parte del APP ampliado. Para más detalles, véase el [sitio web del BCE](#).

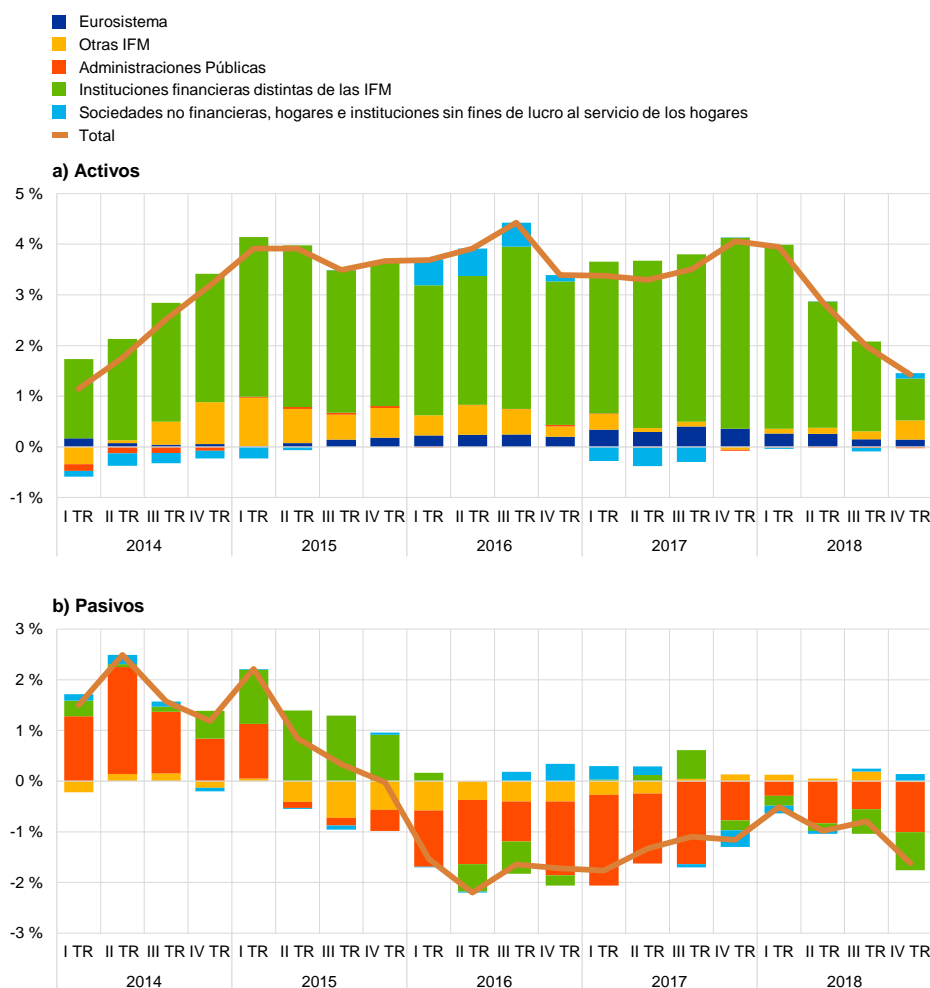
capital y en fondos de inversión del exterior¹¹. En 2018 los inversores de la zona del euro continuaron realizando adquisiciones netas de títulos de deuda de Estados Unidos, al tiempo que gran parte de las compras de títulos de deuda emitidos por residentes en Japón y en el Reino Unido se interrumpieron, contribuyendo así a la reducción global de las compras netas de títulos de deuda de fuera de la zona. Como en años anteriores, las «instituciones financieras distintas de las instituciones financieras monetarias (IFM)» —que incluyen los fondos de inversión y los fondos de pensiones, así como las empresas de seguros— fueron las principales compradoras netas de títulos de deuda de la inversión de cartera de fuera de la zona en 2018, seguidas de las IFM, excluido el Eurosistema (véase gráfico C).

¹¹ Véanse B. Cœuré, «[The international dimension of the ECB's asset purchase programme](#)», discurso pronunciado en la reunión del Foreign Exchange Contact Group, 11 de julio de 2017, y K. Bergant, M. Fidora y M. Schmitz, «[International capital flows at the security level – evidence from the ECB's asset purchase programme](#)», *ECMI Working Papers*, n.º 7, Centre for European Policy Studies, 2018.

Gráfico C

Transacciones de títulos de deuda de la inversión de cartera de la zona del euro por principales sectores institucionales

(sumas móviles de cuatro trimestres, porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: En los activos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona. En los pasivos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de la zona del euro por parte de inversores no residentes en la zona. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

Por lo que respecta a la inversión de cartera en la zona del euro, las persistentes ventas netas de deuda pública de la zona por parte de no residentes han sido otro determinante clave de los flujos financieros de la zona desde la puesta en marcha del APP. Esto refleja fundamentalmente el destacado papel que desempeñan los no residentes como contrapartes del Eurosistema en la implementación del APP¹². En línea con esto, las ventas netas de deuda pública de la zona del euro por parte de inversores no residentes fueron particularmente abultadas en los cuatro trimestres anteriores al primer trimestre de 2017 (véase gráfico C), es decir, durante el período en el que las compras netas mensuales de activos por parte del Eurosistema alcanzaron un máximo de 80 mm

¹² Véase el recuadro titulado «¿Qué sectores han vendido los valores públicos adquiridos por el Eurosistema?», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2017.

de euros. Posteriormente, las ventas netas de deuda pública de la zona por parte de no residentes disminuyeron de forma gradual, con toda probabilidad como consecuencia de la reducción paulatina del ritmo de adquisiciones netas por el Eurosistema hasta el final de 2018¹³. Los inversores de fuera de la zona del euro también fueron vendedores netos de títulos de deuda de la zona emitidos por instituciones financieras distintas de las IFM en 2018, mientras que pasaron a ser compradores netos de títulos de deuda emitidos por las IFM, excluido el Eurosistema (véase gráfico C).

La reducción de la inversión directa observada en 2018 reflejó principalmente transacciones frente a Estados Unidos, asociadas en parte a la reforma fiscal en ese país (véase gráfico D). Las desinversiones netas en inversión directa en la zona del euro por parte de residentes en Estados Unidos ascendieron al 2,3 % del PIB de la zona en 2018 y fueron especialmente pronunciadas en la primera mitad de dicho año. Esta evolución es atribuible, al menos en parte, al impacto de la Ley del Empleo y de Recortes de Impuestos (*Tax Cuts and Jobs Act*) aprobada por el Gobierno Federal estadounidense en diciembre de 2017, que provocó la repatriación de beneficios acumulados en el exterior por parte de las empresas matrices de multinacionales con sede en Estados Unidos¹⁴. Asimismo, las desinversiones netas en inversión directa en la zona del euro por parte de residentes en centros financieros extraterritoriales representaron el 1,2 % del PIB de la zona, y posiblemente también son atribuibles al impacto de la reforma fiscal en Estados Unidos, a través de entidades intermediarias residentes en esas jurisdicciones. Además, esto puede reflejar asimismo los cambios en las políticas fiscales adoptadas a nivel internacional para abordar las prácticas de desplazamiento de beneficios de las multinacionales. Por otra parte, en 2018, las mayores inversiones netas en inversión directa en la zona del euro (0,5 % del PIB de la zona) fueron efectuadas por residentes en Suiza. Por lo que respecta a la inversión directa de la zona del euro en el exterior, los residentes realizaron desinversiones sobre todo en Estados Unidos (1,5 % del PIB de la zona del euro) y en centros financieros extraterritoriales (1,1 % del PIB de la zona del euro). La mencionada reforma fiscal en Estados Unidos también puede haber influido en estos casos, ya que las multinacionales a menudo canalizan sus operaciones de financiación interna a través de entidades de propósito especial, de las que algunas son residentes en la zona del euro¹⁵. Además, por primera vez desde 2008, los residentes en la zona del euro efectuaron desinversiones en inversión directa en el Reino Unido (1,1 % del PIB) en 2018.

¹³ Véase B. Coeuré, «[The international dimension of the ECB's asset purchase programme: an update](#)», discurso pronunciado en la conferencia «Exiting Unconventional Monetary Policies», organizada por Euro 50 Group, CF40 forum y CIGI, París, 26 de octubre de 2018.

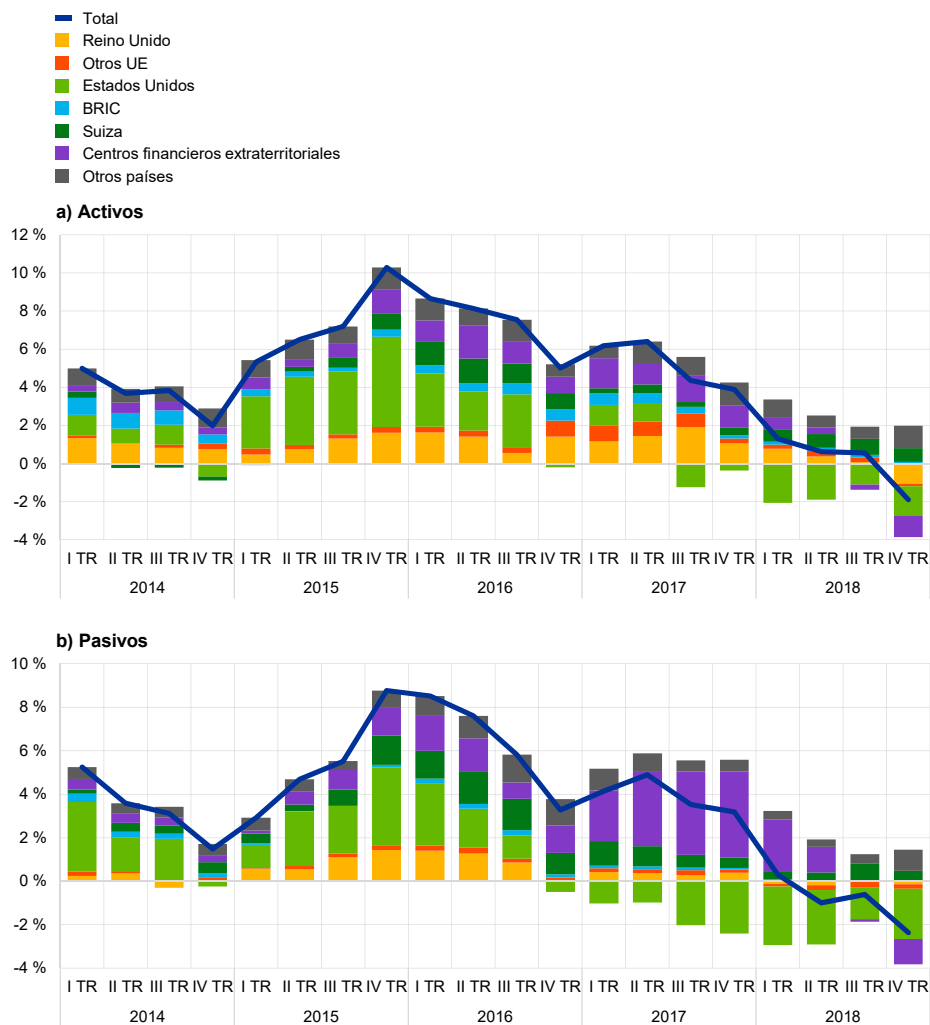
¹⁴ Véanse «[FDI in Figures](#)», OCDE, abril de 2019, y L. Emter, B. Kennedy y P. McQuade, «[US profit repatriations and Ireland's Balance of Payments statistics](#)», *Quarterly Bulletin*, Central Bank of Ireland, abril de 2019.

¹⁵ «[FDI in Figures](#)», OCDE, abril de 2019.

Gráfico D

Transacciones de inversión directa en la zona del euro por área geográfica de las contrapartes

(sumas móviles de cuatro trimestres, porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: En los activos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona. En los pasivos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de la zona del euro por parte de inversores no residentes en la zona. «Otros UE» incluye instituciones de la UE y los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excluido el Reino Unido. Los países «BRIC» son Brasil, Rusia, la India y China. «Otros países» incluye todos los países y grupos de países que no figuran en el cuadro, así como la información que ha quedado indeterminada geográficamente. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 30 de enero y el 16 de abril de 2019

Iwona Durka y Annette Kamps

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el primer y el segundo periodos de mantenimiento de reservas de 2019, comprendidos entre el 30 de enero y el 12 de marzo de 2019 y entre el 13 de marzo y el 16 de abril de 2019, 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. En paralelo, el Eurosistema continuó con la fase de reinversión de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), por lo que siguió reinvertiendo el principal de los valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos que fueron venciendo.

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 1.496,4 mm de euros, lo que representa un descenso de 15,1 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2018). Esta leve reducción de las necesidades de liquidez fue resultado, en gran medida, de la disminución de 16,2 mm de euros registrada en los factores autónomos netos, que pasaron a situarse en una cifra de 1.368,3 mm de euros durante el período considerado.

El descenso de los factores autónomos netos fue consecuencia del aumento de los factores de inyección de liquidez, que fue mayor que el de los factores de absorción de liquidez. La contribución más destacada al crecimiento de los factores de inyección de liquidez procedió de los activos netos denominados en euros, que, en promedio, experimentaron un incremento de 43,2 mm de euros y se situaron en 196,6 mm de euros, lo que significa que se revirtió casi en su totalidad la disminución de 46,7 mm de euros registrada por estos activos en el período anterior como resultado del patrón estacional al final del año. El alza de los factores de inyección de liquidez también se debió al aumento del valor de los activos exteriores netos, que crecieron, en promedio, 32,2 mm de euros. Entre los factores de absorción de liquidez, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas y otros factores autónomos se incrementaron, en promedio, 2,2 mm de euros, 27,2 mm de euros y 29,9 mm de euros, hasta situarse

en 1.212,2 mm de euros, 263,3 mm de euros y 760,6 mm de euros, respectivamente.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo – necesidades de liquidez

(medias; mm de euros)

| | Período de referencia actual: 30 de enero a 16 de abril de 2019 | | | | | | Período de referencia anterior: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019 | |
|--|--|----------------|---|----------------|--|----------------|---|----------------|
| | Primer y segundo período de mantenimiento | | Primer período de mantenimiento: 30 de enero a 12 de marzo | | Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril | | Séptimo y octavo período de mantenimiento | |
| Factores autónomos de liquidez | 2.236,1 | (+59,3) | 2.224,6 | (+31,2) | 2.249,9 | (+25,3) | 2.176,8 | (+12,0) |
| Billetes en circulación | 1.212,2 | (+2,2) | 1.209,2 | (-9,6) | 1.215,8 | (+6,6) | 1.210,0 | (+16,8) |
| Depósitos de las AAPP | 263,3 | (+27,2) | 257,3 | (+26,0) | 270,5 | (+13,2) | 236,1 | (-23,3) |
| Otros factores autónomos | 760,6 | (+29,9) | 758,1 | (+14,8) | 763,6 | (+5,5) | 730,7 | (+18,5) |
| Cuentas corrientes | 1.371,3 | (+13,7) | 1.364,8 | (+32,7) | 1.379,0 | (+14,2) | 1.357,6 | (-0,5) |
| Instrumentos de política monetaria | 757,6 | (-7,3) | 765,5 | (-1,8) | 748,0 | (-17,5) | 764,9 | (-14,8) |
| Exigencias de reservas mínimas ¹ | 128,1 | (+1,1) | 127,9 | (+0,5) | 128,4 | (+0,5) | 127,1 | (+0,4) |
| Facilidad de depósito | 629,4 | (-8,4) | 637,6 | (-2,3) | 619,6 | (-18,0) | 637,8 | (-15,2) |
| Operaciones de ajuste de absorción de liquidez | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) |

Activo – oferta de liquidez

(medias; mm de euros)

| | Período de referencia actual: 30 de enero a 16 de abril de 2019 | | | | | | Período de referencia anterior: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019 | |
|---|--|----------------|---|----------------|--|----------------|--|----------------|
| | Primer y segundo período de mantenimiento | | Primer período de mantenimiento: 30 de enero a 12 de marzo | | Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril | | Séptimo y octavo período de mantenimiento | |
| Factores autónomos de liquidez | 868,1 | (+75,4) | 852,4 | (+71,2) | 886,9 | (+34,4) | 792,7 | (-39,2) |
| Activos exteriores netos | 671,4 | (+32,2) | 665,5 | (+9,7) | 678,6 | (+13,2) | 639,2 | (+7,4) |
| Activos netos denominados en euros | 196,6 | (+43,2) | 187,0 | (+61,5) | 208,2 | (+21,3) | 153,5 | (-46,7) |
| Instrumentos de política monetaria | 3.369,1 | (-10,8) | 3.375,0 | (-9,7) | 3.362,0 | (-13,0) | 3.379,8 | (+35,7) |
| Operaciones de mercado abierto | 3.369,0 | (-10,7) | 3.374,9 | (-9,7) | 3.361,9 | (-13,0) | 3.379,7 | (+35,7) |
| Operaciones de subasta | 727,7 | (-4,9) | 729,1 | (-2,6) | 726,0 | (-3,1) | 732,5 | (-6,6) |
| OPF | 5,9 | (-1,5) | 6,0 | (-1,9) | 5,7 | (-0,3) | 7,3 | (+2,5) |
| OFPML a tres meses | 3,9 | (-0,7) | 4,3 | (-0,7) | 3,5 | (-0,7) | 4,7 | (+0,1) |
| Operaciones TLTRO-II | 717,9 | (-2,7) | 718,8 | (-0,0) | 716,7 | (-2,1) | 720,5 | (-3,7) |
| Carteras en firme | 2.641,3 | (-5,9) | 2.645,8 | (-7,1) | 2.635,9 | (-9,9) | 2.647,2 | (+42,2) |
| Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados | 4,1 | (-0,2) | 4,2 | (-0,1) | 3,9 | (-0,3) | 4,3 | (-0,2) |
| Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados | 3,9 | (-0,1) | 4,0 | (-0,0) | 3,8 | (-0,2) | 4,0 | (-0,0) |
| Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados | 262,2 | (-0,1) | 262,4 | (-0,2) | 261,9 | (-0,5) | 262,3 | (+3,9) |
| Programa para los mercados de valores | 65,3 | (-7,7) | 67,4 | (-5,7) | 62,8 | (-4,7) | 73,0 | (-1,2) |
| Programa de compras de bonos de titulización de activos | 26,2 | (-1,5) | 26,4 | (-1,2) | 25,9 | (-0,5) | 27,6 | (+0,3) |
| Programa de compras de valores públicos | 2.101,6 | (+2,9) | 2.103,3 | (+0,1) | 2.099,7 | (-3,6) | 2.098,7 | (+30,9) |
| Programa de compras de bonos corporativos | 178,0 | (+0,9) | 178,1 | (-0,1) | 177,9 | (-0,2) | 177,1 | (+8,4) |
| Facilidad marginal de crédito | 0,1 | (-0,1) | 0,1 | (-0,0) | 0,1 | (-0,0) | 0,1 | (+0,0) |

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

| | Período de referencia actual: 30 de enero a 16 de abril de 2019 | | | | | | Período de referencia anterior: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019 | |
|-----------------------------------|--|---------|---|---------|--|--------|--|---------|
| | Primer y segundo período de mantenimiento | | Primer período de mantenimiento: 30 de enero a 12 de marzo | | Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril | | Séptimo y octavo período de mantenimiento | |
| Necesidades de liquidez agregadas | 1.496,4 | (-15,1) | 1.500,4 | (-39,6) | 1.491,7 | (-8,6) | 1.511,5 | (+51,8) |
| Factores autónomos ² | 1.368,3 | (-16,2) | 1.372,5 | (-40,1) | 1.363,3 | (-9,2) | 1.384,5 | (+51,4) |
| Exceso de liquidez | 1.872,5 | (+4,3) | 1.874,5 | (+29,9) | 1.870,1 | (-4,4) | 1.868,2 | (-16,1) |

Evolución de los tipos de interés

(medias, porcentajes)

| | Período de referencia actual: 30 de enero a 16 de abril de 2019 | | | | | | Período de referencia anterior: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019 | |
|-------------------------------|--|---------|---|---------|--|---------|--|---------|
| | Primer y segundo período de mantenimiento | | Primer período de mantenimiento: 30 de enero a 12 de marzo | | Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril | | Séptimo y octavo período de mantenimiento | |
| OPF | 0,00 | (+0,00) | 0,00 | (+0,00) | 0,00 | (+0,00) | 0,00 | (+0,00) |
| Facilidad marginal de crédito | 0,25 | (+0,00) | 0,25 | (+0,00) | 0,25 | (+0,00) | 0,25 | (+0,00) |
| Facilidad de depósito | -0,40 | (+0,00) | -0,40 | (+0,00) | -0,40 | (+0,00) | -0,40 | (+0,00) |
| Eonia | -0,367 | (-0,00) | -0,367 | (-0,00) | -0,367 | (+0,00) | -0,363 | (-0,00) |

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de mantenimiento o de referencia anterior.

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».

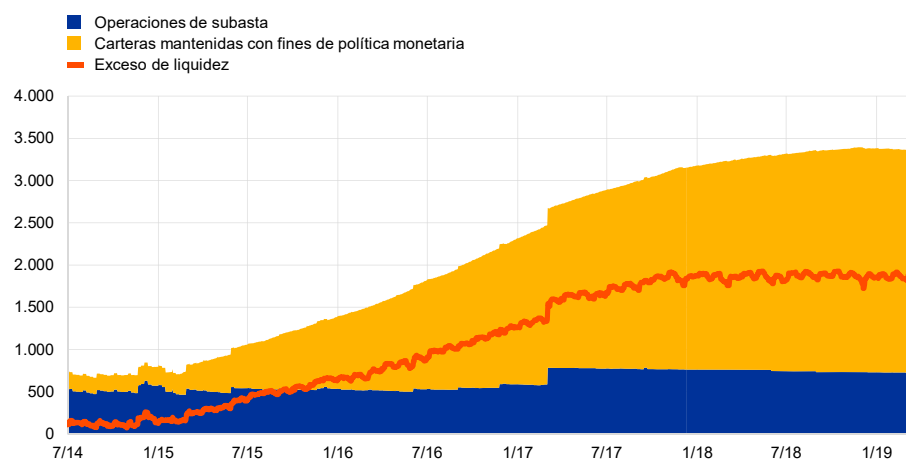
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —incluidas tanto operaciones de subasta como carteras mantenidas con fines de política monetaria— se redujo en 10,8 mm de euros, hasta un importe de 3.369,1 mm de euros (véase gráfico A). Este descenso fue motivado por la menor demanda en las operaciones de subasta y por la disminución de la liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas con fines de política monetaria, debido, en particular, a las amortizaciones de los valores adquiridos en el marco del programa para los mercados de valores (SMP, por sus siglas en inglés).

Gráfico A

Evolución de la liquidez proporcionada a través de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez

(mm de euros)



Fuente: BCE.

El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta disminuyó ligeramente (en 4,9 mm de euros) durante el período considerado y se situó en 727,7 mm de euros. Esta disminución fue atribuible, principalmente, a la menor liquidez inyectada mediante las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), que se redujo, en promedio, en 2,7 mm de euros como resultado de los reembolsos anticipados voluntarios. La menor demanda también se tradujo en un descenso de 1,5 mm de euros en la liquidez proporcionada a través de las OPF, que se situó, en promedio, en 5,9 mm de euros, y en una caída de 0,7 mm de euros en la liquidez inyectada mediante operaciones de financiación a plazo más largo (OPFML) a tres meses, que se situó, en promedio, en 3,9 mm de euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria se redujo en 5,9 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.641,3 mm de euros, debido principalmente a las amortizaciones de los bonos de la cartera del programa para los mercados de valores. Las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos primeros programas de adquisiciones de bonos garantizados ascendieron a 8 mm de euros en total. Con respecto a las carteras del APP, desde el 1 de enero de 2019 el programa se encuentra en la fase de reinversión. Aunque las compras netas de activos han llegado a su fin, está previsto que continúe la reinversión del principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que el Consejo de Gobierno comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria. Las reinversiones se ajustan al principio de neutralidad de mercado mediante una actuación fluida y flexible. Durante la fase de reinversión, es posible que, por razones operativas, se produzcan algunas desviaciones temporales en el tamaño y la composición del

APP¹⁶. El valor nominal de la cartera del APP se mantiene estable —en el período analizado solo aumentó en 2,1 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.567,9 mm de euros—.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez se incrementó ligeramente en comparación con el período anterior, en 4,3 mm de euros, hasta situarse en 1.872,5 mm de euros (véase gráfico A).

Este aumento refleja el descenso de los factores autónomos netos, que fue parcialmente compensado por una ligera disminución de la liquidez inyectada a través de las operaciones de subasta y de las carteras mantenidas con fines de política monetaria del Eurosistema. La cartera del APP se mantuvo estable como consecuencia del comienzo de la fase de reinversión del programa el 1 de enero. En cuanto a la distribución del exceso de liquidez entre las cuentas corrientes y la facilidad de depósito, los saldos medios en cuenta corriente registraron un leve incremento (de 13,7 mm de euros) y se situaron en 1.371,3 mm de euros, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito descendió en 8,4 mm de euros y se situó en 629,4 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. 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 -0,367 %, porcentaje ligeramente inferior al registrado en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó en una banda comprendida entre el mínimo del -0,372 % observado el 26 de febrero y el 5 de marzo y el máximo del -0,356 % registrado el 29 de marzo (final del trimestre). En cuanto al mercado monetario de operaciones con garantía, el diferencial de los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling¹⁷ entre las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía se amplió ligeramente. En comparación con el período anterior, el tipo *repo* medio a un día para la cesta estandarizada de activos de garantía se redujo en torno a 1 punto básico, hasta situarse en el -0,425 %, mientras que el correspondiente a la cesta ampliada permaneció estable, en general, en el -0,408 %.

¹⁶ Véase el artículo titulado «[Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

¹⁷ El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

Definiciones y características de los baches coyunturales en la zona del euro

Mattia Duma, Magnus Forsells y Neale Kennedy

Después de registrar un comportamiento excepcionalmente dinámico en 2017, el crecimiento se ralentizó en 2018, planteando la cuestión de si se trataba solo de un «bache coyuntural» (*soft patch*) de carácter temporal o se debería haber interpretado que apuntaba a un período de debilidad más prolongado.

La expresión «bache coyuntural» se utiliza ampliamente en los medios y en otros ámbitos para describir un período pasajero de crecimiento más lento durante una fase expansiva caracterizada por tasas de crecimiento tendencial más elevadas¹⁸. Sin embargo, parece que los análisis de dichos períodos son relativamente escasos, en particular para la zona del euro.

La economía de la zona del euro ha experimentado cinco máximos y mínimos cíclicos desde principios de la década de los setenta¹⁹. El concepto de «bache coyuntural» solo es relevante durante las fases de expansión, es decir, los períodos transcurridos entre los mínimos y los máximos cíclicos. En el gráfico A se trazan los cinco períodos de expansión registrados en la zona del euro desde principios de los años setenta, identificados por el Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR (donde el mínimo toma el valor base igual a 100)²⁰. Es importante señalar que la fase alcista más reciente, que comenzó en el primer trimestre de 2013, todavía no ha finalizado²¹. Si se examinan estas fases expansivas, incluida la actual, resulta claro que difieren sustancialmente tanto en términos de duración como de intensidad. Al mismo tiempo, una característica común a todas ellas es una volatilidad relativamente baja. Pese a ello, hay breves períodos dentro de cada una de estas fases expansivas en los que el crecimiento del producto se ha ralentizado temporalmente.

¹⁸ Véase, por ejemplo, M. Draghi, «[Monetary policy in the euro area](#)», discurso pronunciado en la conferencia «The ECB and Its Watchers XX», Fráncfort del Meno, 27 de marzo de 2019.

¹⁹ Los datos del PIB se han obtenido de la Area Wide Model Database. Véase G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, «[An area-wide model \(AWM\) for the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 42, BCE, enero de 2001.

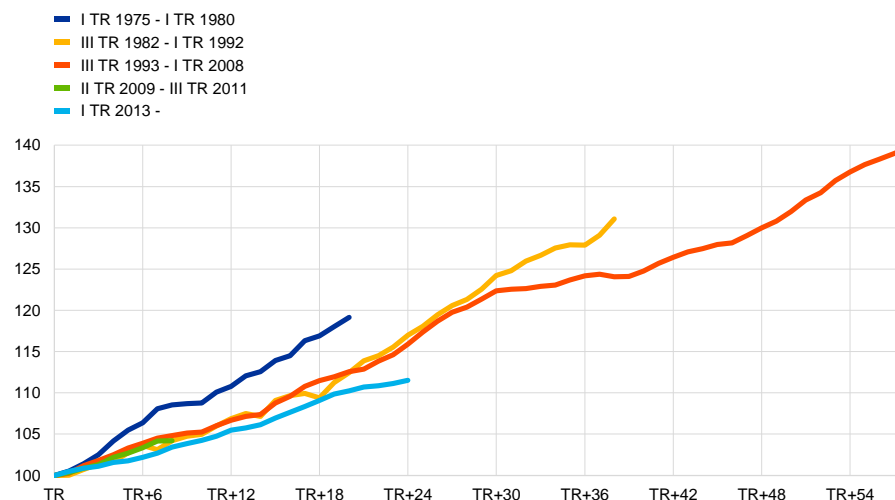
²⁰ Para más información sobre este comité, véase el [sitio web](#) del Centre for Economic Policy Research (CEPR).

²¹ Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «[La medición y predicción del ciclo económico de la zona del euro](#)», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2011.

Gráfico A

Períodos de expansión en la zona del euro

(mínimo = 100)



Fuentes: Eurostat, AWM Database y cálculos del BCE.

Notas: En el gráfico se presentan los cinco períodos de expansión registrados en la zona del euro desde principios de la década de los setenta (identificados por el CEPR). Las líneas comienzan en el mínimo (que toma el valor base igual a 100) y terminan en el máximo. La fase expansiva más reciente, que comenzó en el primer trimestre de 2013, todavía no ha finalizado.

No existe una definición precisa de bache coyuntural. Suele considerarse bache coyuntural a uno o más trimestres de desaceleración del crecimiento trimestral del PIB. A efectos del análisis de este recuadro, es necesario elaborar una definición más precisa. En el cuadro A se presentan cuatro definiciones alternativas de bache coyuntural²², a saber: cuando las tasas de crecimiento del PIB durante dos o tres trimestres consecutivos son inferiores a las registradas en el trimestre previo a estos (definiciones 1 y 2, respectivamente) o, para evitar que la identificación de un bache coyuntural se determine por lo que podría ser una tasa de avance excepcionalmente alta en un trimestre dado, cuando las tasas de crecimiento del PIB durante dos o tres trimestres consecutivos son inferiores a la media de los dos trimestres anteriores a estos (definiciones 3 y 4, respectivamente)²³.

El número de baches coyunturales varía significativamente dependiendo de la definición exacta. En el cuadro A se muestra el número de estos baches para cada fase expansiva del ciclo económico en la zona del euro, en función de las distintas definiciones aplicadas. Las cifras que se muestran son el número de trimestres en los que se identifica un bache coyuntural de acuerdo con la definición aplicada. Con este método, los baches coyunturales más largos se registran como varios baches coyunturales más cortos consecutivos (cuyo número varía dependiendo de la definición). Una alternativa, que no se contempla en este recuadro, sería contar los

²² Una excepción es R. G. Anderson y Y. Liu, «*On the Road to Recovery, Soft Patches Turn Up Often*», *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St. Louis, enero de 2012. Las dos primeras definiciones de bache coyuntural están en línea con este análisis.

²³ Un enfoque alternativo, no considerado aquí, sería tener en cuenta la tasa de crecimiento tendencial durante la fase expansiva y observar cuándo hay tasas de crecimiento trimestral consecutivas situadas por debajo de esa tendencia. Un inconveniente de este enfoque reside en la incertidumbre que rodea la estimación del crecimiento tendencial, especialmente hacia el final del período de la muestra.

baches consecutivos como un bache coyuntural único. Con esta forma de conteo su número sería menor en todas las definiciones aplicadas²⁴.

Cuadro A

Número de baches coyunturales al aplicar distintas definiciones

(número de baches coyunturales)

| Fechas de fases expansivas del ciclo económico | Definición 1 | Definición 2 | Definición 3 | Definición 4 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| II TR 1970 – III TR 1974 | 7 | 5 | 6 | 6 |
| I TR 1975 – I TR 1980 | 5 | 3 | 4 | 2 |
| III TR 1982 – I TR 1992 | 12 | 8 | 8 | 3 |
| III TR 1993 – I TR 2008 | 20 | 18 | 20 | 16 |
| II TR 2009 – III TR 2011 | 2 | 1 | 2 | 0 |
| I TR 2013 – I TR 2019 | 7 | 3 | 6 | 3 |
| Acumulado | 53 | 38 | 46 | 29 |

Fuentes: Eurostat, CEPR y cálculos del BCE.

Nota: La primera fase expansiva (II TR 1970 – III TR 1974) está incompleta por no haber datos disponibles.

Los baches coyunturales durante la fase expansiva del ciclo económico son bastante habituales y no son un indicador adelantado fiable de recesiones. El

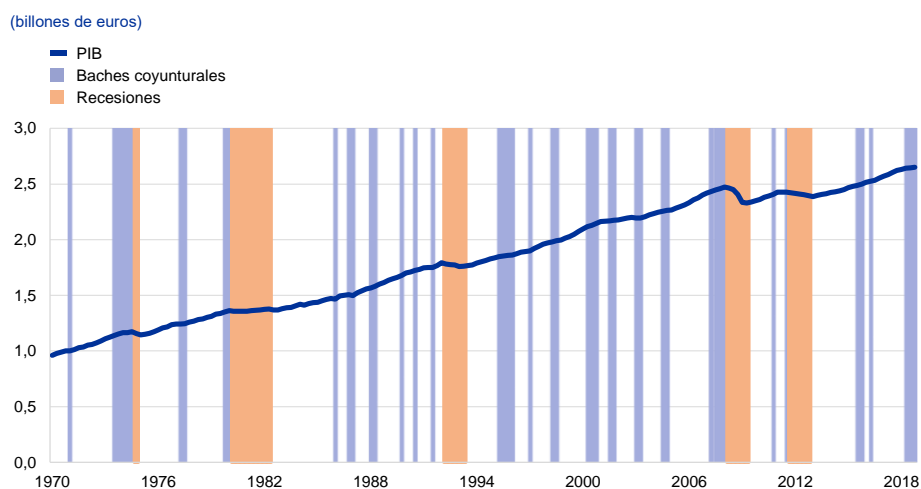
gráfico B lo ilustra mostrando el nivel del PIB de la zona del euro a lo largo de los baches coyunturales (según la definición 3) y de los períodos de recesión. Esta evidencia, que también es válida en el caso de Estados Unidos, sugiere que no se pueden sacar conclusiones sólidas directas de que se vaya a alcanzar un punto de inflexión de forma inminente. Aunque en este análisis se identifican varios baches coyunturales que precedieron inmediatamente a una recesión, muchos otros se produjeron sin que la economía entrara en recesión el año siguiente²⁵.

²⁴ Para que la identificación de los baches coyunturales sea más robusta y menos sensible a diferencias marginales, los cálculos se realizan redondeando los datos a un decimal.

²⁵ Si se analiza la desagregación del PIB, se observa que en el pasado todos los componentes de gasto, pero sobre todo la inversión y el consumo privado, tendieron a contribuir a los baches coyunturales. La capacidad de resistencia de estos dos componentes durante el reciente bache coyuntural de 2018 reforzó la valoración de que la desaceleración en este período era de carácter temporal.

Gráfico B

Baches coyunturales y recesiones desde 1970



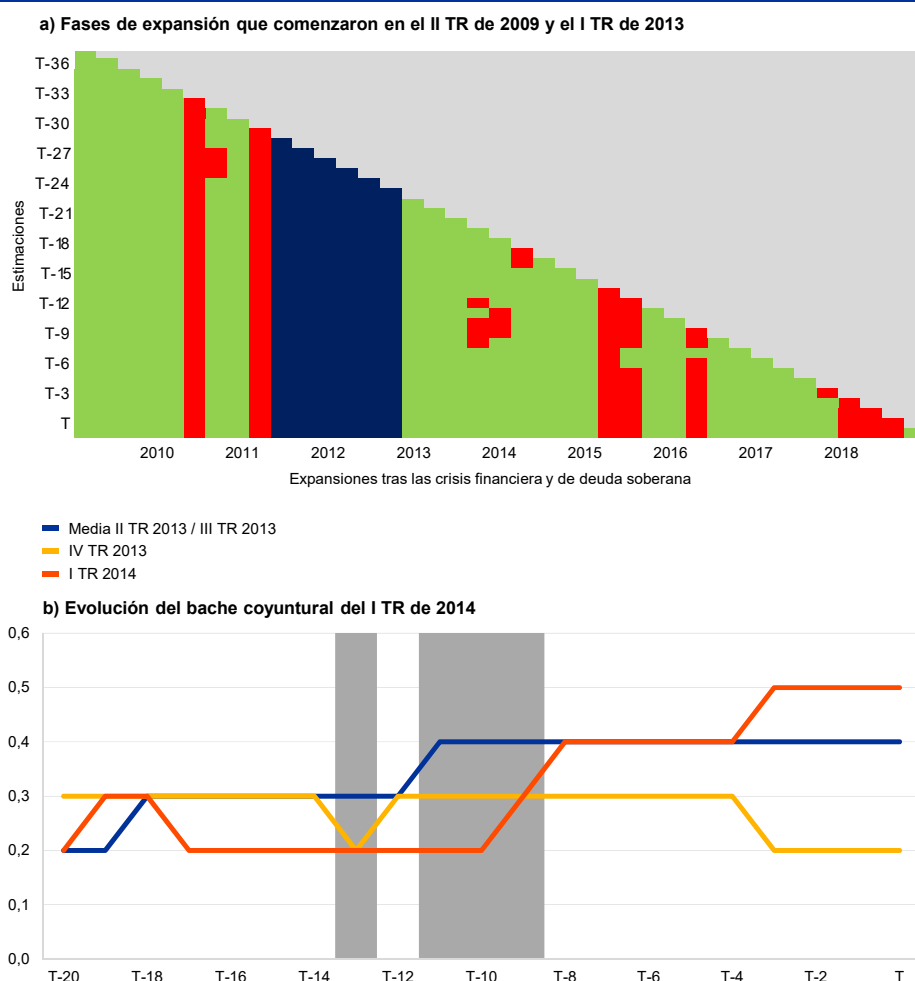
Fuentes: Eurostat, CEPR y AWM Database.

Nota: Las áreas sombreadas señalan recesiones/baches coyunturales.

Una salvedad importante se refiere a las revisiones de datos, que pueden cambiar la identificación de un bache coyuntural a lo largo del tiempo. Esto se ilustra en el gráfico C, donde el panel superior muestra las dos fases expansivas que comenzaron en el segundo trimestre de 2009 y en el primer trimestre de 2013 para las sucesivas estimaciones y posteriores revisiones publicadas (las zonas verdes representan un crecimiento «normal» en una expansión, las zonas rojas señalan «baches coyunturales» según la definición 3, y la parte azul muestra la recesión que siguió a la crisis de deuda soberana entre el tercer trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2013). La fila inferior (T) representa los últimos datos estimados con la publicación de las cuentas nacionales correspondientes al primer trimestre de 2019, mientras que las filas superiores señalan estimaciones anteriores. El panel inferior muestra el impacto de las revisiones de datos en la determinación de la existencia de un bache coyuntural en torno a finales de 2013 y principios de 2014 (según la definición 3). En las primeras y últimas estimaciones no se identifica ningún bache coyuntural. No obstante, con las estimaciones del PIB publicadas hacia finales de 2015 y posteriormente durante la última parte de 2016, sí se identificó uno (como ilustran las zonas de color gris). Esto indica que las revisiones de datos son un factor que puede cambiar la valoración en tiempo real de la posición cíclica más reciente.

Gráfico C

Impacto de las revisiones de datos sobre los baches coyunturales



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas del BCE/Eurosistema.

Notas: En el panel superior, las zonas verdes representan un crecimiento «normal» en una expansión, las zonas rojas señalan «baches coyunturales» según la definición 3, y la parte azul muestra la recesión que siguió a la crisis de deuda soberana entre el tercer trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2013. La fila inferior (T) representa los últimos datos estimados con la publicación de las cuentas nacionales correspondientes al primer trimestre de 2019, mientras que las filas superiores señalan estimaciones anteriores. El panel inferior muestra el impacto de las revisiones de datos sobre el crecimiento trimestral del PIB correspondiente al primer trimestre de 2014, al cuarto trimestre de 2013 y a la media del segundo y del tercer trimestre de 2013. Las zonas de color gris representan períodos en los que se identificó un bache coyuntural. Las tasas de crecimiento del PIB están redondeadas a un decimal.

En definitiva, los baches coyunturales no son un indicador fiable de un punto de inflexión inminente en el ciclo económico. La ralentización del crecimiento en 2018 es buen ejemplo de ello, ya que el crecimiento volvió a repuntar en el primer trimestre de este año. Esto es coherente con la conclusión de que los baches coyunturales son mucho más habituales que las recesiones. Con carácter más general, conviene analizar con cautela estos baches y su contenido informativo, dado que distintas definiciones arrojan resultados diferentes y las revisiones de datos pueden suponer cambios significativos en la valoración de la situación actual del ciclo económico.

Malin Andersson y Benjamin Mosk

La confianza de los agentes económicos y la evolución de la economía real están intrínsecamente relacionadas²⁶. Los períodos de elevada confianza podrían, por sí solos, impulsar la actividad, mientras que el clima actual de menor confianza podría intensificar y prolongar la desaceleración económica en curso en la zona del euro. En términos de componentes de gasto del PIB, la inversión empresarial se ve particularmente afectada por los cambios en la confianza y la incertidumbre, ya que las empresas pueden posponer sus planes de inversión y optar por «esperar a ver qué pasa» en épocas de gran incertidumbre²⁷. En este recuadro se analizan los posibles efectos de propagación de la caída de la confianza sobre la inversión en los últimos tiempos.

Tras un prolongado período de mejora, la confianza económica en la zona del euro se ha deteriorado desde finales de 2017. Este deterioro no obedece únicamente a expectativas de debilitamiento de los fundamentos económicos, sino que refleja también el aumento de la incertidumbre relacionada con factores geopolíticos, la amenaza de una escalada del proteccionismo, el Brexit y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, incluida China. La confianza se representa, entre otras formas, a través de indicadores como el indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea. El ESI es un indicador compuesto que mide la confianza de la industria, los servicios, la construcción y el comercio minorista, así como de los consumidores²⁸. Desde finales de 2017, el ESI ha descendido de forma significativa en los países más grandes de la zona del euro y en la zona en su conjunto, aunque se mantiene por encima de 100, su valor medio de largo plazo (véase gráfico A). La caída de la confianza en la zona del euro es común a todos los sectores (véase gráfico B).

²⁶ Véase, por ejemplo, «[Confidence indicators and economic developments](#)», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2013.

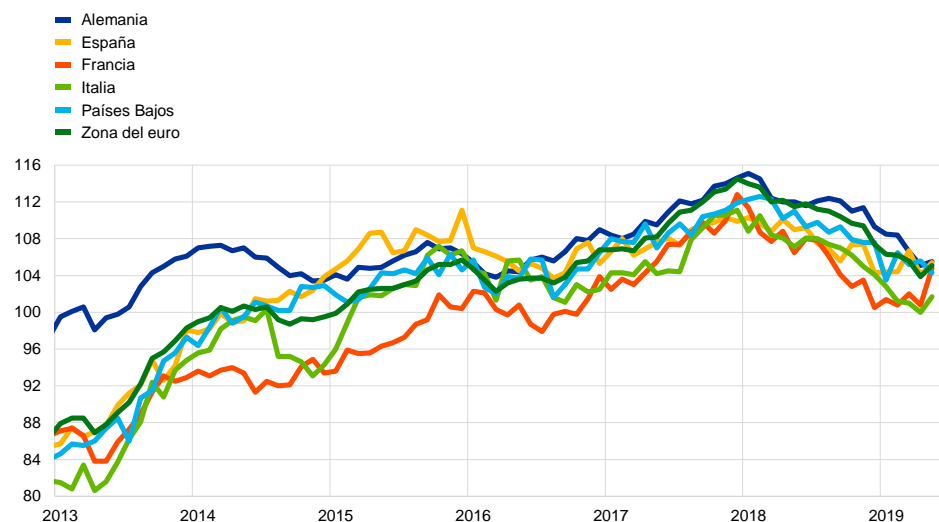
²⁷ En aras de la simplicidad, «confianza» económica refleja las expectativas en relación con las perspectivas (primer momento) e «incertidumbre» económica se refiere a la varianza o dispersión de dichas expectativas (segundo momento).

²⁸ En la construcción del indicador se considera una media de largo plazo de 100 y una desviación típica de 10, de modo que los valores superiores a 100 indican que el sentimiento económico se sitúa por encima de la media. Véase «[The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys – User Guide](#)», Comisión Europea, 2016 (guía actualizada en enero de 2019).

Gráfico A

Indicadores de sentimiento económico para una selección de países

(índice: media de largo plazo = 100)



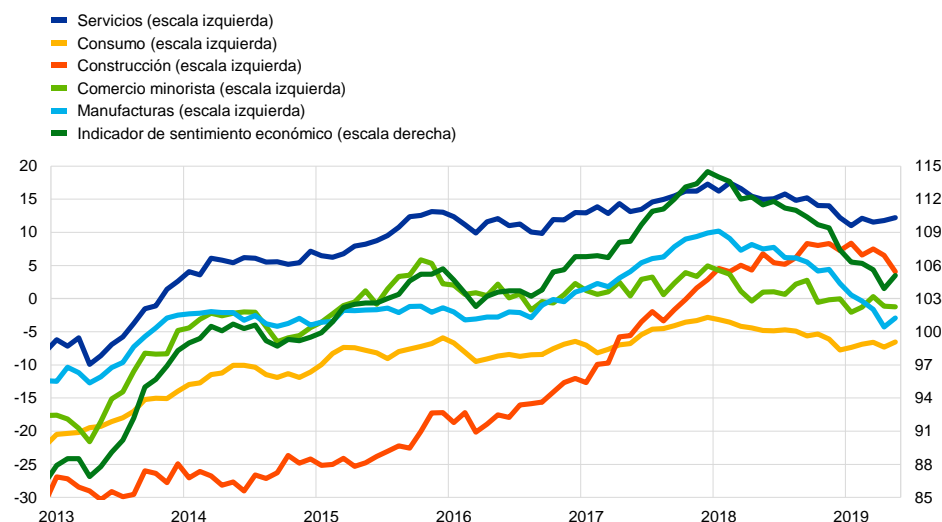
Fuente: Comisión Europea.

Nota: La última observación corresponde a mayo de 2019.

Gráfico B

Indicador de sentimiento económico de la zona del euro en los distintos sectores

(saldos; índice: media de largo plazo = 100)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: La última observación corresponde a mayo de 2019.

La confianza refleja en gran medida las condiciones económicas generales, pero, en ocasiones, también puede convertirse en una fuente autónoma de fluctuaciones del ciclo económico. Los indicadores de confianza suelen moverse de forma coincidente con otras estadísticas económicas, ya que representan expectativas sobre fundamentos macroeconómicos subyacentes. Al mismo tiempo, estos indicadores podrían proporcionar información adicional que no recogen otras

estadísticas y que puede utilizarse para analizar la evolución macroeconómica²⁹. Por ejemplo, la confianza puede caer durante una desaceleración económica acusada, pero esta evolución puede seguir siendo coherente con un *shock* positivo de confianza si las condiciones económicas subyacentes justifican un nivel de confianza todavía inferior. Estos *shocks* de confianza podrían ser decisivos para apoyar el juicio experto con el fin de complementar las proyecciones basadas en modelos.

La evidencia basada en modelos sugiere que el impacto de los *shocks* de confianza sobre el crecimiento de la inversión ha sido positivo, en general, en los dos últimos años y negativo en 2019. Aunque el nuevo modelo multipaís (New Multi-Country Model, NMCM)³⁰, el principal modelo de proyecciones macroeconómicas del BCE³¹, no incluye de forma explícita la confianza, puede ampliarse con un mecanismo para cuantificar el impacto de los *shocks* de confianza estructurales. La confianza se introduce en el modelo en dos fases. En primer lugar, los *shocks* de confianza se identifican mediante un modelo estructural de vectores autorregresivos que incluye las variables de la ecuación de inversión del NMCM³². En la segunda fase, estos *shocks* se introducen en el NMCM. Los residuos del modelo de la ecuación de inversión, que reflejan la diferencia entre los resultados del modelo y los resultados económicos, pueden explicarse, en parte, por los *shocks* de confianza^{33,34}. Sobre la base de estos resultados empíricos, se utiliza el modelo para descomponer el crecimiento histórico de la inversión en un factor de confianza y en otros factores, lo que muestra que, en general, la confianza tuvo un considerable impacto positivo en el avance de la inversión en 2017 y 2018 (véase gráfico C). Este análisis puede extenderse a las previsiones tras formular hipótesis sobre la evolución futura de los indicadores de confianza y analizando las proyecciones de los expertos del Eurosistema desde la óptica del NMCM³⁵. Suponiendo que el ESI de la zona del euro se mantiene en el nivel de mayo de 2019, las simulaciones del modelo apuntan a una contribución negativa pero

²⁹ Véase, por ejemplo, G. M. Angeletos *et al.*, «[Quantifying Confidence](#)», *Econometrica*, vol. 86, n.º 5, 2018, pp. 1689-1726.

³⁰ Véanse A. Dieppe, A. González Pandiella y A. Willman, «[The ECB's New Multi-Country Model for the euro area: NMCM – Simulated with rational expectations](#)», *Economic Modelling*, vol. 29, número 6, 2012, pp. 2597-2614, y A. Dieppe, A. González Pandiella, S. Hall y A. Willman, «[Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model](#)», *Economic Modelling*, vol. 33, 2013, pp. 808-825.

³¹ Véase «[A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#)», BCE, julio de 2016.

³² Los *shocks* de confianza se identifican mediante el método de Cholesky, en el que el ESI de la zona del euro se sitúa en último lugar en la ordenación de Cholesky. Esto refleja el supuesto conceptual de que la confianza reacciona de forma contemporánea (dentro de un trimestre) a la evolución de otras estadísticas económicas, mientras que los *shocks* de confianza no influyen contemporáneamente sobre otras variables (como el coste de uso del capital).

³³ En una regresión lineal de los residuos de la ecuación de inversión del NMCM sobre retardos de los *shocks* de confianza estructurales se obtienen coeficientes estadísticamente significativos, según los cuales las medidas estadísticas indican que los *shocks* de confianza estructurales tienen un poder explicativo considerable.

³⁴ En términos comparativos, los residuos del consumo privado y del empleo muestran una relación mucho más débil con la confianza. A los efectos de este análisis, solo la ecuación de inversión se amplía para reaccionar frente a los *shocks* de confianza, y el consumo privado y el empleo solo se ven afectados indirectamente a través de los contagios.

³⁵ Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2019 son previsiones conjuntas del Eurosistema. Las previsiones se invierten utilizando el NMCM para obtener una descomposición de la inversión —coherente con el modelo— en un factor de confianza y en otros factores.

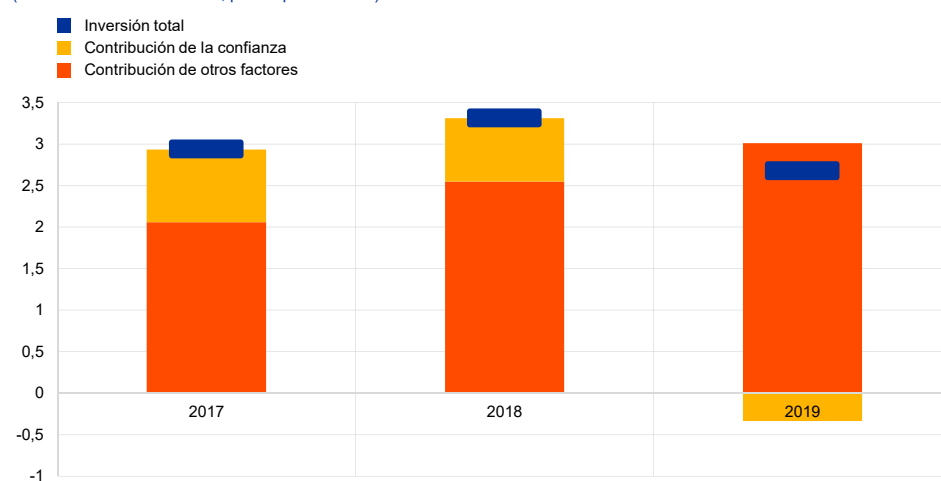
moderada de la confianza al crecimiento de la inversión en 2019, que contrarresta parcialmente los factores que respaldan la expansión de la zona del euro, como unas condiciones de financiación favorables, nuevas mejoras del empleo y aumentos de los salarios, y la expansión continuada —aunque algo más lenta— de la actividad mundial.

En conclusión, el ejercicio cuantitativo muestra que los *shocks* de confianza podrían tener un impacto considerable sobre la inversión.

Gráfico C

Crecimiento de la inversión total e impacto de la confianza

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2019.

Notas: El análisis del BCE se basa en el nuevo modelo multipaís (New Multi-Country Model). Los *shocks* de confianza estructurales se construyen con un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés), que incluye i) el indicador de sentimiento económico (ESI) de la zona del euro y ii) las variables que figuran en la ecuación de inversión del NMCM. Los datos correspondientes a 2017 y 2018 se refieren a resultados, mientras que los correspondientes a 2019 son proyecciones. En este análisis, se considera que el ESI se mantiene en el nivel de mayo de 2019 durante el resto del año.

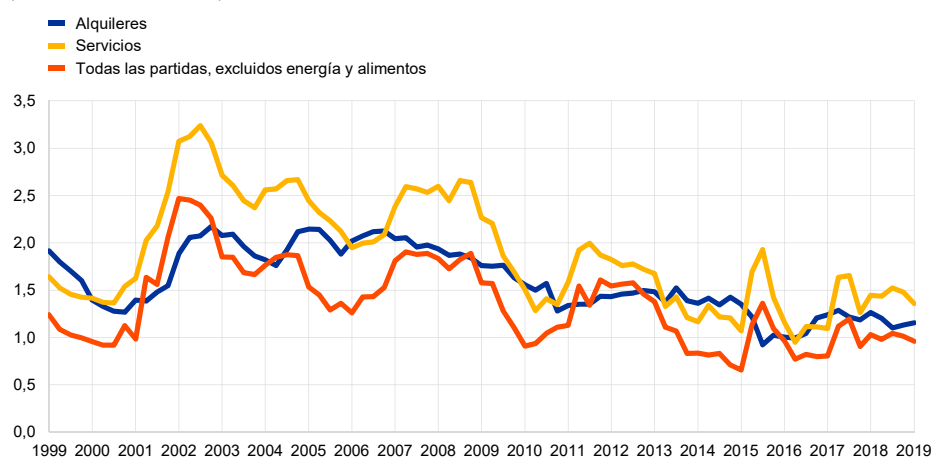
Moreno Roma

Recientemente la tasa de variación de los precios de los alquileres ha reforzado, en lugar de suavizar, las tasas de inflación de los servicios y del componente subyacente en la zona del euro, que siguen siendo relativamente moderadas. Tras haber fluctuado en torno al 1,25 % desde enero de 2018, la tasa de variación de los precios de los alquileres se ha mantenido, en general, por debajo de la del conjunto de los servicios (véase gráfico 1). Aunque esto también sucedió en la mayor parte del período anterior a la crisis³⁶, ahora resulta más sorprendente, dado que suele considerarse a la tasa de crecimiento de los precios de los alquileres como un componente de la inflación más resistente, que registra un nivel relativamente más elevado en los períodos en los que otros componentes del IAPC tienden a situarse en niveles bajos. Esta evolución también es interesante en el contexto de los debates públicos que se desarrollan en muchos países de la zona del euro sobre las fuertes subidas de los alquileres y con el trasfondo de los incrementos sostenidos de los precios de la vivienda en la zona durante los últimos años. En este recuadro se pone en perspectiva la evolución reciente de la inflación de los alquileres en la zona del euro. Como los mercados de la vivienda y del alquiler siguen siendo heterogéneos, en este recuadro también se analiza la evolución en distintos países de la zona.

Gráfico A

IAPC de la zona del euro, excluidos energía y alimentos, servicios y alquileres

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2019. Las tasas de variación interanual de los precios de los servicios correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a la introducción, en enero de 2019, de una nueva metodología para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania.

³⁶ En este recuadro la expresión «período anterior a la crisis» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y diciembre de 2007, y «período posterior a la crisis» es el que abarca desde enero de 2008 en adelante.

En el período posterior a la crisis, la inflación de los alquileres y su contribución a la tasa de variación de los precios de los servicios de la zona del euro han ido disminuyendo.

La variación interanual del componente de alquileres del IAPC de la zona del euro se situó, en promedio, en el 1,8 % en el período anterior a la crisis, pero ha caído hasta el 1,4 % en el período posterior (véase gráfico B, panel a). La reducida tasa de crecimiento de los precios de los alquileres ha ido asociada a una menor contribución progresiva de estos al IAPC de servicios en la zona del euro. Esta aportación se redujo en un tercio entre los períodos anterior y posterior a la crisis (véase gráfico B, panel b). Este patrón se observó en todos los grandes países de la zona del euro, con la excepción de Alemania, donde la contribución de los alquileres al IAPC de servicios aumentó después de la crisis. Sin embargo, la evolución de episodios concretos puede reflejar factores locales específicos. Por ejemplo, en Francia, la aportación negativa de los alquileres al componente de servicios del IAPC desde enero de 2018 se atribuye a las bajadas de los precios de los alquileres de viviendas sociales que se aplicaron a lo largo de 2018³⁷. En Alemania, la tasa relativamente baja de variación de los precios de los alquileres en los últimos años puede reflejar, en parte, el peso más elevado que tienen las viviendas alquiladas por propietarios particulares en la muestra estadística desde 2015, dado que estos han tendido a subir sus alquileres menos que, por ejemplo, las autoridades locales, las asociaciones de viviendas y las empresas privadas³⁸.

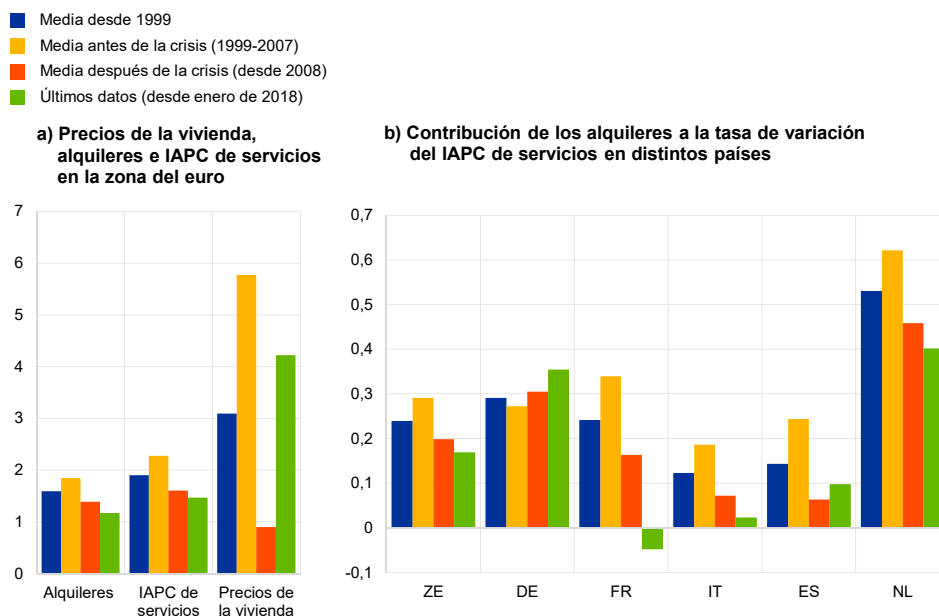
³⁷ La reducción de los alquileres de viviendas sociales se puso en marcha en junio de 2018 y ascendió a 800 millones de euros. Coincidió con una disminución de las ayudas para vivienda destinadas a inquilinos. En 2017, el porcentaje de alquileres a precios reducidos o cesiones gratuitas en Francia era del 16,4 %, superior a la media de la zona del euro, del 10,3% (véase gráfico C, panel b).

³⁸ Para un análisis más detallado, véase «[Hintergrundpapier zur Revision des Verbraucherpreisindex für Deutschland 2019](#)».

Gráfico B

Precios de la vivienda, alquileres e IAPC de servicios

(panel a: tasas de variación interanual; panel b: puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2019 para todas las variables, con la excepción de los precios de la vivienda, cuya última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

El descenso observado en la contribución de los alquileres al IAPC de servicios se debió principalmente a la caída de la inflación de los alquileres.

La contribución de los alquileres al componente de servicios del IAPC se ve afectada no solo por la tasa de variación de los precios de los alquileres, sino también por el peso de estos en dicho componente, que varía considerablemente en los distintos países de la zona del euro (véase gráfico C, panel a). De los cinco países de mayor tamaño de la zona del euro, en Alemania y en los Países Bajos el peso de los alquileres es mayor que la media de la zona, mientras que en España y en Italia es menor. Esto refleja, entre otros aspectos, el nivel de las viviendas en propiedad frente a las viviendas alquiladas en los distintos países (véase gráfico C, panel b), puesto que las primeras se excluyen del IAPC³⁹. En la zona del euro, el peso de los alquileres en el IAPC de servicios se ha mantenido en el 14,5 % desde enero de 2018, ligeramente por debajo de la media del 15,1 % correspondiente al período que comenzó en 1999, lo que implica que las variaciones que ha experimentado este peso a lo largo del tiempo no han afectado significativamente a la contribución de los alquileres al IAPC de servicios.

³⁹ Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «Evaluación del impacto de los costes de la vivienda en la inflación medida por el IAPC», *Boletín Económico*, BCE, número 8, 2016.

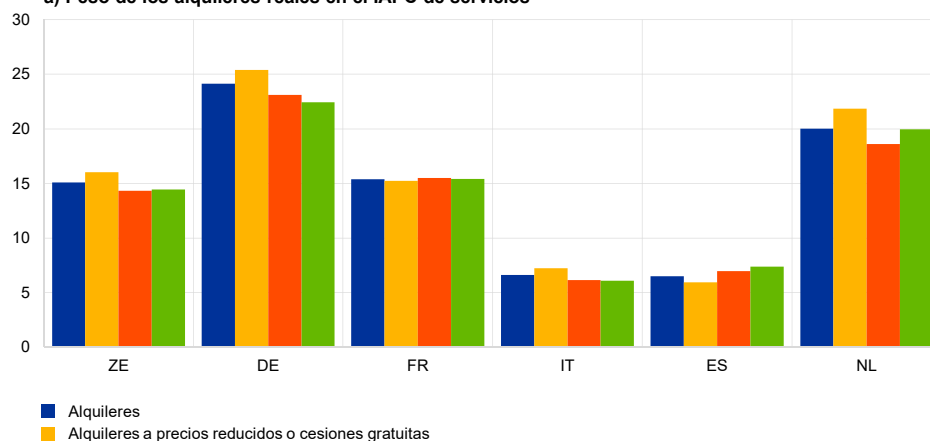
Gráfico C

Peso de los alquileres reales en el IAPC de servicios y estructura de los alquileres en los países de la zona del euro

(porcentajes)

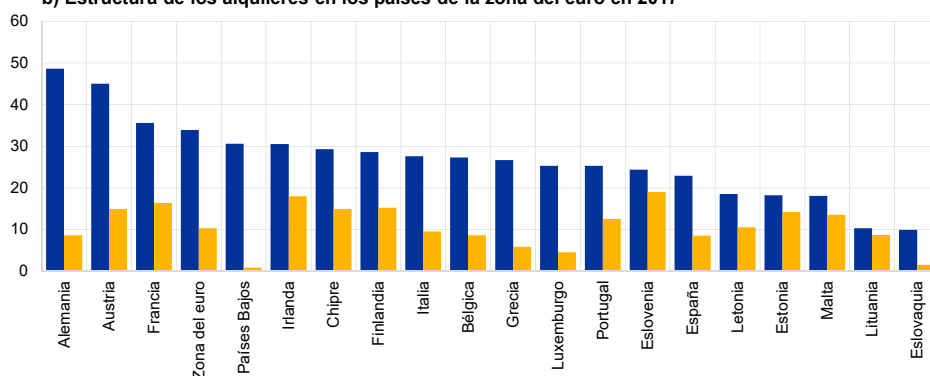
- Media desde 1999
- Media de 1999-2007
- Media desde 2008
- Últimos datos (desde enero de 2018)

a) Peso de los alquileres reales en el IAPC de servicios



- Alquileres
- Alquileres a precios reducidos o cesiones gratuitas

b) Estructura de los alquileres en los países de la zona del euro en 2017



Fuentes: Eurostat, EU-SILC, BCE y cálculos del BCE.

Las fuertes subidas de los precios de la vivienda no van necesariamente asociadas a un incremento elevado de los precios de los alquileres.

En general, existe una relación limitada entre los dos indicadores⁴⁰, como se observó también en el período más reciente de inflación moderada de los alquileres asociada a una tasa de variación de los precios de la vivienda superior al 4 % (véase gráfico B, panel a). Cuando los inmuebles residenciales se consideran un activo, el aumento de los precios de la vivienda debería ser el resultado, *ceteris paribus*, de un incremento del valor actualizado de los flujos de alquileres futuros (considerados como una aproximación de los dividendos correspondientes). Sin embargo, varios factores pueden explicar que la transmisión entre los precios de la vivienda y los de los alquileres sea limitada, entre ellos la regulación de los alquileres, las medidas de política fiscal relacionadas con la vivienda y los cambios en las preferencias y en las

⁴⁰ Para un análisis más detallado, véanse los recuadros titulados «House prices and the rent component of the HICP in the euro area», *Boletín Económico*, BCE, agosto de 2014, y «El aumento reciente de los precios de la vivienda y la accesibilidad a la vivienda», *Boletín Económico*, BCE, número 1, 2018.

condiciones de financiación. Todos estos factores pueden debilitar la teórica relación a largo plazo entre los precios de la vivienda y los alquileres.

Varios factores, tales como los costes de mantenimiento, los tipos hipotecarios y las condiciones de demanda, pueden influir en la formación de los precios de los alquileres. En primer lugar, en general cabe esperar que los costes en que incurren los propietarios en concepto de mantenimiento y reparación de las viviendas se trasladen íntegra o parcialmente a los inquilinos a través de subidas del alquiler. En la práctica, en la mayoría de los cinco países más grandes de la zona del euro, la tasa de variación de los alquileres en el período posterior a la crisis ha sido inferior a la de los costes de «mantenimiento y reparación de la vivienda»⁴¹, lo que indica que la recuperación de estos costes por parte de los propietarios ha sido solo parcial. En segundo lugar, los tipos hipotecarios también afectan a la formación de los precios de los alquileres: si la compra de una vivienda destinada al alquiler se financia con una hipoteca, cuanto más elevados sean los costes de financiación más alto será el alquiler que exija el propietario al inquilino. A este respecto, la disminución de los costes de financiación en el período posterior a la crisis y más recientemente explica en parte el avance contenido de los alquileres. Al mismo tiempo, en el entorno actual de bajas rentabilidades, ciertas rentabilidades por alquiler resultan relativamente más atractivas (incluso en casos de incrementos limitados del alquiler) que las inversiones alternativas en el mercado de renta variable o de renta fija⁴². Además, en principio, la demanda de vivienda debería ser también un factor que afecte a la formación de los precios de los alquileres, especialmente en determinadas jurisdicciones o en zonas urbanas, donde puede haber restricciones de oferta. El aumento de la demanda de vivienda podría permitir a los propietarios incrementar los alquileres y mitigar algunos riesgos relacionados con el hecho de que la propiedad se quede vacía si el inquilino se va tras una subida del alquiler. No obstante, existen varios aspectos institucionales en los mercados de alquiler que pueden evitar que los alquileres respondan libremente a condiciones de costes y de demanda.

La indexación puede limitar el avance de los alquileres. En muchos países de la zona del euro predomina algún tipo de indexación. Analizando los de mayor tamaño, en España las subidas de los alquileres suelen estar limitadas —al menos durante un período inicial— por la tasa de crecimiento del índice de precios de consumo (IPC). En Francia y en Italia, los incrementos no pueden superar en general un índice de referencia de los alquileres publicado trimestralmente por el Institut national de la statistique et des études économiques y basado en el IPC —excluidos el tabaco y los alquileres—, y un índice de precios de consumo para las familias de obreros y trabajadores (FOI, por sus siglas en italiano), respectivamente. En los Países Bajos, el incremento máximo anual de los alquileres se basa, entre otros factores, en la tasa de inflación y en la renta de los hogares. En Alemania, algunos contratos de alquiler están indexados al IPC alemán, otros —los contratos de

⁴¹ «Mantenimiento y reparación de la vivienda» incluye los gastos en concepto de mantenimiento y reparaciones menores en que incurren los inquilinos y los propietarios que ocupan su vivienda.

⁴² Para una comparación, véase el artículo titulado «[The state of the housing market in the euro area](#)», *Boletín Económico*, BCE, número 7, 2018.

alquiler «escalonado»— estipulan las subidas aplicables durante la vigencia del contrato, pero la mayoría no contienen disposiciones explícitas sobre el aumento de los alquileres. En este último caso, puede incrementarse el alquiler, por ejemplo, cuando se moderniza la vivienda⁴³ o cuando el alquiler está por debajo de la media local para inmuebles comparables. En general, los propietarios particulares se abstienen a menudo de subir el alquiler para minimizar el riesgo de que la vivienda se quede vacía si el inquilino se va⁴⁴. En definitiva, algunos factores importantes que evitan que los alquileres aumenten libremente son la indexación contractual de algún tipo a la tasa de inflación y la baja rotación de los contratos de alquiler.

El hecho de que la tasa de variación de los precios de los alquileres en la zona del euro se mantenga relativamente contenida se debe sobre todo a la reducida inflación y a la escasa rotación de los contratos de alquiler. Estos factores explican la aportación bastante moderada de los alquileres a la tasa de variación de los servicios y a la inflación subyacente de la zona del euro, y la aparente falta de asociación entre la evolución de los alquileres y la de los precios de la vivienda. Si persisten estos factores, es probable que la contribución de la tasa de avance de los alquileres a la tasa de variación de los servicios y a la inflación subyacente siga siendo relativamente moderada.

⁴³ Esos incrementos nominales del alquiler debido a la modernización del edificio pueden, sin embargo, no figurar en las estadísticas oficiales en la medida en que el índice de los alquileres está ajustado por la calidad.

⁴⁴ Por ejemplo, en Alemania los alquileres normalmente aumentan cuando cambian los inquilinos, lo que sucede, en promedio, después de aproximadamente diez años. Véase «[Hintergrundpapier zur Revision des Verbraucherpreisindex für Deutschland 2019](#)».

Artículos

1 El mercado de trabajo de la zona del euro desde la óptica de la curva de Beveridge

Agostino Consolo y António Dias da Silva

En este artículo se examina el mercado de trabajo de la zona del euro utilizando el marco de la curva de Beveridge, que recoge la relación negativa entre la tasa de paro y la tasa de vacantes laborales. Esta curva muestra que, en un momento dado, hay puestos de trabajo vacantes y desempleados, al tiempo que su forma y posición proporcionan información relevante sobre el funcionamiento del mercado de trabajo. Existen dos conceptos clave asociados a la curva de Beveridge: el tensionamiento del mercado de trabajo y la eficiencia del emparejamiento (*matching efficiency*). El tensionamiento del mercado laboral se refiere al número de vacantes por desempleado y la eficiencia del emparejamiento refleja la capacidad del mercado para emparejar a los trabajadores en paro con los puestos de trabajo vacantes. También se analiza la importancia de estos dos conceptos para la evolución de los salarios empleando una versión simple del modelo de búsqueda y emparejamiento, en el que el desempleo, los salarios y las vacantes se determinan conjuntamente y la curva de Beveridge juega un papel destacado⁴⁵. En primer lugar, se calculan dos indicadores agregados que recogen los cambios que se producen en la relación vacantes-desempleo: el tensionamiento del mercado de trabajo y la eficiencia del emparejamiento. En segundo lugar, se considera el contenido informativo del grado de tensionamiento de este mercado y de la eficiencia del emparejamiento para analizar el mercado laboral de la zona del euro y sus condiciones cíclicas. En tercer lugar, se utilizan indicadores agregados del tensionamiento y de la eficiencia del mercado de trabajo en una ecuación de curva salarial de Phillips estándar para calcular su impacto marginal. Los resultados respaldan la valoración de que tanto el tensionamiento como la eficiencia del mercado de trabajo desempeñan un papel a la hora de explicar la evolución de los salarios. Sin embargo, las implicaciones cuantitativas para los salarios solo difieren ligeramente de las del enfoque tradicional de la curva de Phillips. En general, la eficiencia del mercado de trabajo ofrece información cualitativa importante sobre el funcionamiento de este mercado que no se captura en las especificaciones de la curva salarial de Phillips estándar.

Introducción

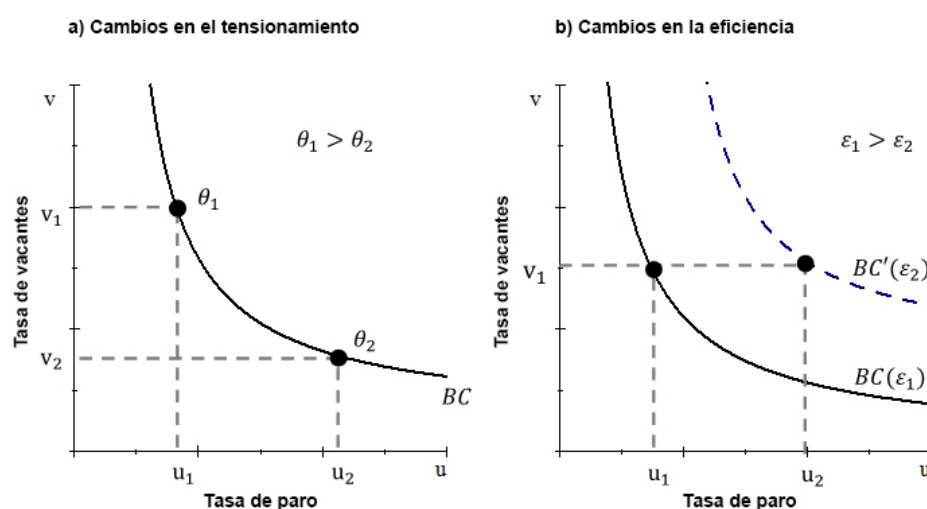
La curva de Beveridge recoge la relación entre la tasa de paro y la tasa de vacantes. La intuición que subyace a la pendiente negativa de la curva es que a medida que las vacantes (puestos de trabajo vacantes) aumentan, el número de

⁴⁵ Véase el capítulo 1 de C. A. Pissarides, *Equilibrium unemployment theory*, segunda edición, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2000, donde se presenta una descripción sencilla de este marco.

desempleados disminuye. En la figura 1 se muestran los principales conceptos asociados a la curva de Beveridge. Los movimientos en la relación vacantes-desempleo suelen estar relacionados con el tensionamiento y la eficiencia del mercado de trabajo. El tensionamiento del mercado de trabajo (θ) se define como la ratio vacantes-desempleo, y refleja los movimientos que se producen a lo largo de la curva. La eficiencia del emparejamiento⁴⁶ (ε) está relacionada con el número de personas que encuentran empleo dado un nivel determinado de la ratio vacantes-desempleo. En este contexto, la eficiencia del mercado de trabajo no es directamente observable y ha de ser estimada.

Figura 1

Curva de Beveridge – tensionamiento y eficiencia del mercado de trabajo



Fuente: Elaboración propia.

Notas: Esta figura es una ilustración gráfica de los movimientos a lo largo de la curva de Beveridge y de los desplazamientos laterales de la curva. El ejemplo del panel de la derecha también incluye un cambio en el tensionamiento del mercado, que no se describe aquí en aras de la simplicidad.

Los movimientos a lo largo de la curva de Beveridge suelen estar asociados a cambios en el grado de tensionamiento del mercado, medidos por la ratio vacantes-desempleo. Por ejemplo, durante una recesión económica, la tasa de vacantes disminuye porque las empresas publican menos ofertas de empleo, lo que, a su vez, se asocia a tasas de paro más elevadas. En la figura 1.a) esto se representa a través de un movimiento de θ_1 a θ_2 a lo largo de la curva, que refleja un menor tensionamiento del mercado. A raíz del trabajo de Blanchard y Diamond⁴⁷, los movimientos a lo largo de la curva de Beveridge (BC) de la figura 1.a) generalmente se han interpretado como fluctuaciones del ciclo económico.

Los desplazamientos de la curva de Beveridge están relacionados con la eficiencia del mercado de trabajo. La figura 1.b) muestra un desplazamiento hacia

⁴⁶ En este artículo se utilizan dos conceptos de eficiencia prácticamente intercambiables. La eficiencia del emparejamiento está estrechamente relacionada con la eficiencia del proceso de emparejamiento (que se deriva de la función de emparejamiento). La eficiencia del mercado de trabajo es un concepto más amplio que incluye la eficiencia del emparejamiento y está asociada a los desplazamientos laterales de la curva de Beveridge.

⁴⁷ O. J. Blanchard y P. Diamond, «The Beveridge Curve», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1989, n.º 1, 1989, Washington DC, pp. 1-76.

afuera de la curva de Beveridge (BC). Esto refleja una situación en la que el número de vacantes permanece estable pero la tasa de paro aumenta. Las curvas de Beveridge BC y BC' reflejan dos situaciones del mercado de trabajo en las que la eficiencia del proceso de emparejamiento, es decir, la asignación de trabajadores desempleados a los puestos vacantes, difiere. Así, cuanto más se aleje la curva de Beveridge del origen, menor es la eficiencia del mercado de trabajo. La eficiencia del proceso de emparejamiento y, por tanto, la posición de la curva de Beveridge con respecto al origen dependen de diversos factores. Por ejemplo, se ha observado que un incremento de la proporción de los parados de larga duración se traduce en una disminución de los esfuerzos dedicados a la búsqueda de empleo y en una menor predisposición de los empleadores a cubrir sus vacantes⁴⁸. Otro factor que puede reducir la eficiencia es la dispersión geográfica del desempleo y de las vacantes como resultado de perturbaciones idiosincrásicas en los mercados de trabajo locales.

Un análisis exhaustivo de los cambios cíclicos en la relación vacantes-desempleo gira en torno al tensionamiento y a la eficiencia del mercado de trabajo. Una interpretación común es que los cambios estructurales en el mercado de trabajo son la causa de los desplazamientos hacia dentro o hacia afuera de la curva de Beveridge. Sin embargo, puede que esta interpretación no siempre sea correcta. En primer lugar, es normal que la curva se desplace hacia afuera al inicio de los períodos de recuperación, ya que el proceso de anuncio de vacantes es más rápido que el de emparejamiento de los trabajadores desempleados con los puestos de trabajo. En segundo lugar, como señalaron Elsby *et al.*⁴⁹, la distinción entre cambios en el ciclo económico y cambios estructurales solo es relevante para tasas de separación constantes, no siendo este el caso de los datos de la zona del euro. Además, Barnichon y Figura⁵⁰ y Şahin *et al.*⁵¹ proporcionan evidencia teórica y empírica sobre la ciclicidad de la eficiencia del emparejamiento. En este artículo se ha adoptado una perspectiva más amplia y no se descarta que la eficiencia también pueda tener características cíclicas.

La tasa de búsqueda de empleo puede describirse mediante un margen cuantitativo (tensionamiento) y un margen cualitativo (eficiencia). La función de emparejamiento es un concepto importante en los modelos de búsqueda y emparejamiento⁵² que determina los flujos del desempleo al empleo, es decir, la tasa de búsqueda de empleo⁵³. Esta tasa está asociada a un margen cuantitativo y a otro cualitativo. El margen cuantitativo es el nivel de tensionamiento del mercado

⁴⁸ E. Bova, J. T. Jalles y C. Kolerus, «Shifting the Beveridge curve: What affects labour market matching?», *International Labour Review*, vol. 157, n.º 2, 2018, pp. 267-306.

⁴⁹ M. W. L. Elsby, R. Michaels y D. Ratner, «The Beveridge curve: a survey», *Journal of Economic Literature*, vol. 53, n.º 3, 2015, pp. 571-630.

⁵⁰ R. Barnichon y A. Figura, «Labor Market Heterogeneity and the Aggregate Matching Function», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7, n.º 4, 2015, pp. 222-249.

⁵¹ A. Şahin, J. Song, G. Topa y G. L. Violante, «Mismatch Unemployment», *American Economic Review*, vol. 104, n.º 11, 2004, pp. 3529-3564.

⁵² Véase B. Petrongolo y C. A. Pissarides, «Looking into the Black Box: A Survey of the Matching Function», *Journal of Economic Literature*, vol. 39, n.º 2, 2001, pp. 390-431.

⁵³ El flujo compensatorio de la tasa de búsqueda de empleo es la tasa de separación, que mide los flujos de salida del empleo al desempleo.

(ratio vacantes-desempleo), mientras que el margen cualitativo está relacionado con la eficiencia del proceso de emparejamiento⁵⁴. Por ejemplo, dos mercados de trabajo con el mismo nivel de tensionamiento pueden tener tasas de contratación distintas debido a diferencias en la eficiencia del proceso de emparejamiento (véase también la figura 1.b).

La información empírica obtenida de la curva de Beveridge complementa los indicadores estándar de la holgura del mercado de trabajo basados en la curva de Phillips. Tanto la brecha de desempleo como la ratio vacantes-desempleo tienden a captar las condiciones cíclicas del mercado laboral desde una perspectiva cuantitativa reflejando los efectos de la oferta y la demanda de empleo. Un indicador de la eficiencia del mercado de trabajo extraído del análisis de la curva de Beveridge añade información cualitativa al análisis de este mercado, proporciona un margen adicional para describir el funcionamiento del mercado laboral dado un grado determinado de holgura y es coherente con el trabajo reciente de Crump *et al.* en el que se comparan ambos enfoques⁵⁵.

Conclusiones

En este artículo se analizan las principales características de la curva de Beveridge y se subraya la importancia tanto del tensionamiento como de la eficiencia del mercado de trabajo. La curva de Beveridge parece haberse desplazado considerablemente hacia afuera en la zona del euro, con una tasa de paro más o menos similar a la registrada en el período anterior a la crisis y una tasa de vacantes que actualmente es mucho más elevada. Los resultados del análisis empírico efectuado muestran un deterioro significativo de la eficiencia agregada del emparejamiento desde el inicio de la crisis. Este deterioro no es necesariamente estructural y contiene información cíclica útil que puede emplearse para analizar la situación del mercado de trabajo y las posibles implicaciones para la evolución de los salarios. El artículo muestra que la menor eficiencia del emparejamiento puede haber contribuido marginalmente a la mayor debilidad de la dinámica salarial. Este marco, por tanto, ayuda a comprender mejor las fluctuaciones del desempleo y de los salarios. Sin embargo, las implicaciones cuantitativas para los salarios presentadas aquí solo difieren ligeramente de las obtenidas del enfoque tradicional de la curva de Phillips.

La determinación de las causas de la acusada disminución de la eficiencia del emparejamiento requiere ahondar en el análisis de la heterogeneidad y la composición del mercado laboral. Según estudios recientes, los dos principales factores determinantes de la menor eficiencia del emparejamiento son el aumento de la heterogeneidad del colectivo de desempleados y la mayor dispersión de las tasas de paro entre los distintos países, aunque pueden influir otros factores. En primer lugar, la evolución de la población activa y su composición también pueden

⁵⁴ En este caso, el concepto de eficiencia del emparejamiento del empleo es similar al concepto de eficiencia de la función de producción, medida por la productividad total de los factores.

⁵⁵ Véase R. K. Crump, S. Eusepi, M. Giannoni y A. Şahin, «A Unified approach to measuring u^* », *Brookings Papers on Economic Activity*, apuntes de la conferencia BPEA, 2019.

afectar a la eficiencia del mercado de trabajo. La tasa de actividad de la zona del euro se ha incrementado de forma constante desde principios de la década de 2000, pero desde la crisis ha registrado un ritmo de crecimiento inferior a la tasa media. Por tanto, en el contexto del análisis de la curva de Beveridge de la zona del euro, el desplazamiento hacia afuera observado en 2011 no puede asociarse a variaciones de la tasa de actividad. En segundo lugar, es posible que el papel desempeñado por las reasignaciones sectoriales haya contribuido marginalmente a que la curva de Beveridge se desplace hacia afuera, ya que estas reasignaciones suelen estar relacionadas con un repunte significativo de las tasas de separación del empleo. No obstante, el momento en el que se produjo este desplazamiento realmente no puede asociarse a la ligera variación de la tasa de separación observada en la zona del euro en 2011.

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

Determinantes de la inflación subyacente en la zona del euro a lo largo del tiempo desde la perspectiva de la curva de Phillips

Elena Bobeica y Andrej Sokol

En este artículo se examina la evolución de la inflación de la zona del euro medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, desde la crisis financiera global bajo el prisma de la curva de Phillips. Este período es particularmente interesante, dado que la zona del euro experimentó dos recesiones (en 2008-2009 y en 2011-2014) y un episodio prolongado de baja inflación a partir de 2013. Se estima un amplio conjunto de modelos de curva de Phillips para la zona del euro y se analiza la interpretación de la evolución de la inflación que proporcionan a lo largo del tiempo. Se llega a la conclusión de que los modelos identifican gran parte de la debilidad de la inflación subyacente registrada entre 2013 y mediados de 2017, pero no explican la observada hacia el final de la muestra.

Motivación y resumen

La década posterior al comienzo de la crisis financiera global en 2008 se conoce por dos cuestiones sin resolver relacionadas con la evolución de la inflación en las economías avanzadas (el *twin puzzle*). Los primeros años tras la crisis se asocian a un período de mayor inflación de la esperada (*ausencia de desinflación*), ya que el nivel de precios se redujo en menor medida de lo que se esperaba en un contexto recesivo tan pronunciado⁵⁶. Más recientemente, a medida que la mayoría de las economías se recuperaban gradualmente, a los economistas les ha sorprendido la *ausencia de inflación*⁵⁷, siendo este último episodio mucho más prolongado. Si se consideran como referencia los promedios registrados desde la introducción del euro, en la zona del euro tanto la inflación medida por el IAPC como la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX, en adelante «inflación subyacente»), cayeron por debajo de sus respectivas medias después de 2009 (véase gráfico 1), pero la caída debería haber sido aún mayor según la teoría de *ausencia de desinflación*. Tras una recuperación transitoria, las tasas de inflación volvieron a reducirse a partir de 2013 y se inició un largo período de inflación inferior a la media, que, en el caso de la inflación subyacente, persiste en la actualidad. Según la teoría de la *ausencia de inflación*, el último episodio resulta difícil de conciliar con una recuperación gradual de la actividad económica en la

⁵⁶ O. Coibion e Y. Gorodnichenko, «Is the Phillips Curve Alive and Well after All? Inflation Expectations and the Missing Disinflation», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7(1), 2015, pp. 197-232; M. Ciccarelli y C. Osbat (eds.), «Low inflation in the euro area: Causes and consequences», *Occasional Paper Series*, n.º 181, BCE, 2017.

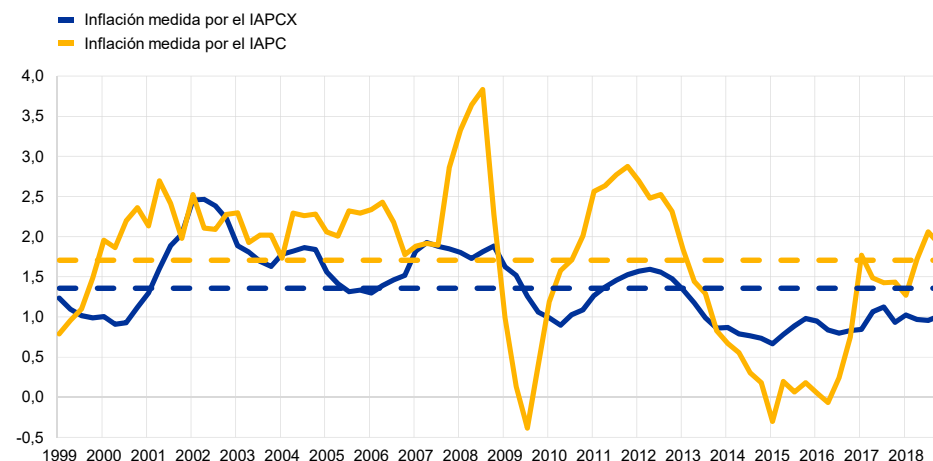
⁵⁷ V. Constâncio, «Understanding Inflation Dynamics and Monetary Policy», observaciones de panel en el simposio de Jackson Hole sobre política económica, Federal Reserve Bank of Kansas City, 29 de agosto de 2015; E. Bobeica y M. Jarociński, «Missing Disinflation and Missing Inflation: A VAR Perspective», *International Journal of Central Banking*, vol. 15(1), 2019, pp. 199-232.

zona del euro que ha situado la tasa de desempleo en los niveles registrados antes de la crisis (véase gráfico 2).

Gráfico 1

Inflación de la zona del euro medida por el IAPC y el IAPCX

(tasas de variación interanual)



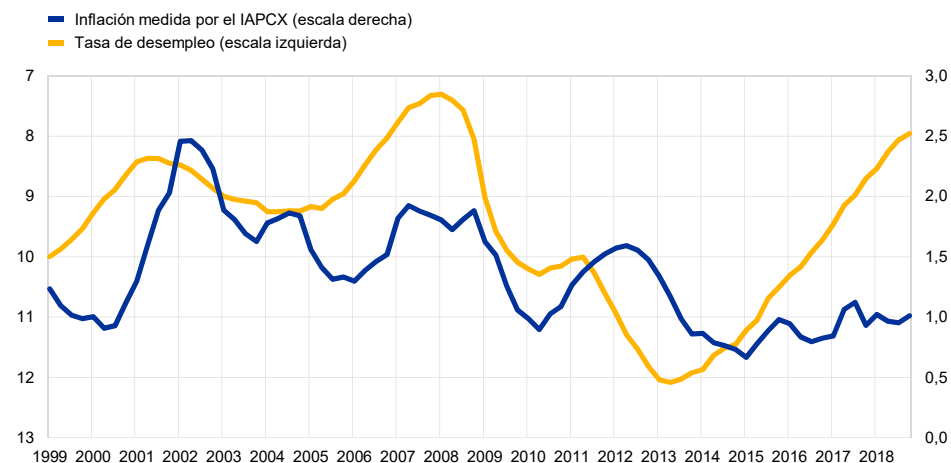
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las líneas discontinuas representan medias históricas desde 1999.

Gráfico 2

Inflación medida por el IAPCX y tasa de desempleo de la zona del euro

(tasas de variación interanual [escala derecha], porcentajes [escala izquierda, invertida])



Fuente: Eurostat.

Tanto los académicos como los analistas utilizan versiones de la curva de Phillips para entender y comunicar la evolución de la inflación.

En el sentido más amplio, la curva de Phillips expresa la noción de teoría económica según la cual la actividad económica, y más precisamente el grado de exceso de demanda o de oferta, debería influir en la evolución de los precios y de la inflación. La relación se basa en muchas teorías económicas populares, como el nekeynesianismo, donde la inflación se vincula principalmente a los costes marginales (aproximados a menudo por una medida de la holgura de la economía) de las empresas y a las

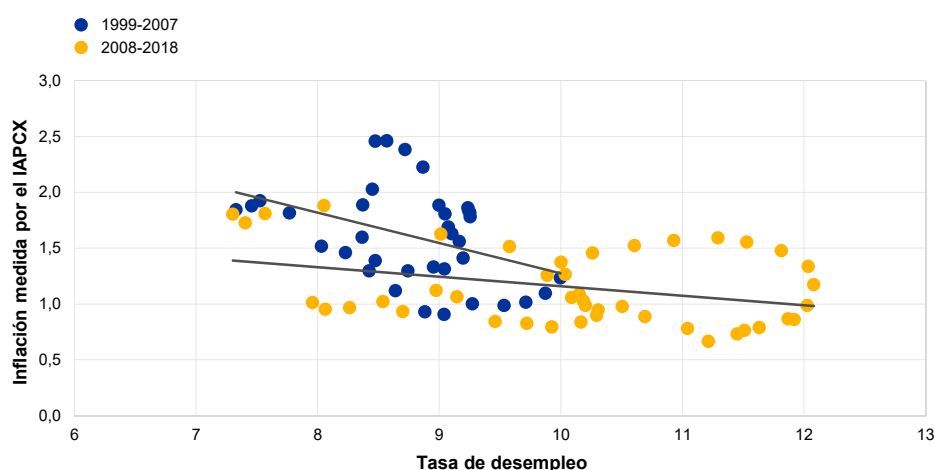
expectativas de inflación en el futuro. Hace tiempo que las curvas de Phillips gozan de gran popularidad como herramientas empíricas, pero, por ese mismo motivo, los episodios de *ausencia de desinflación* y de *ausencia de inflación* han generado intensos debates sobre la relación que representan, incluido si continúa o no (es decir, curva con pendiente pronunciada o plana), y si es lineal o no lineal.

Los intentos de vincular el comportamiento de la inflación con el nivel de actividad económica suscitan algunas preguntas importantes. Por ejemplo, un análisis sencillo de la estabilidad de esa relación (véase gráfico 3) sugeriría que, en comparación con el período anterior a la crisis, el vínculo entre la actividad real y la inflación podría haberse «aplanado» en el período posterior, que incluye los dos episodios desconcertantes. Sin embargo, muchos factores económicos pueden cambiar el nivel de inflación para una cantidad determinada de holgura de la economía, lo que distorsiona la relación económica subyacente cuando se observa en un gráfico de dispersión. Por ejemplo, las expectativas de inflación y el coste de los bienes intermedios importados son elementos importantes de las decisiones sobre la fijación de precios, y sus variaciones pueden dar lugar a cambios en la relación de la curva de Phillips sin que se modifique necesariamente su pendiente. Por otro lado, el comportamiento de los agentes económicos podría variar con el tiempo, por ejemplo en función de si la economía está en una fase recesiva o no, por lo que la pendiente podría cambiar a lo largo de distintos períodos. Sin tener en cuenta estas consideraciones, existe el riesgo de llegar a conclusiones erróneas sobre la fortaleza del vínculo existente entre la inflación y la actividad económica.

Gráfico 3

Inflación medida por el IAPCX y tasa de desempleo de la zona del euro

(eje de abscisas: porcentajes; eje de ordenadas: tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las líneas de regresión lineal de las dos muestras se señalan en gris.

El BCE también ha utilizado modelos de curva de Phillips para entender y comunicar la evolución de la inflación desde la crisis financiera global. La curva de Phillips es un medio intuitivo, al tiempo que solvente, para identificar el vínculo existente entre la inflación y la actividad económica, que constituye un aspecto crucial de la política monetaria. Por tanto, al igual que en otros bancos

centrales y otras instituciones (véanse en el recuadro 1 algunos ejemplos), las curvas de Phillips son un elemento del conjunto de herramientas analíticas que utiliza habitualmente el BCE para analizar y comunicar la evolución de la inflación (y del crecimiento de los salarios)⁵⁸. Las estimaciones en forma reducida de esta relación se usan de forma habitual debido a su simplicidad y transparencia. Sin embargo, es necesario examinarlas y revisarlas periódicamente para que continúen siendo útiles para fines de análisis, toma de decisiones y comunicación. Esto incluye todas las decisiones importantes que han de adoptarse para su especificación empírica, entre ellas elegir como variable de interés la inflación general, que está más expuesta a los precios de las materias primas y a otras perturbaciones externas, o bien utilizar medidas de inflación subyacente; seleccionar la medida más apropiada de la actividad económica; identificar qué otros determinantes globales y/o nacionales de la inflación deberían incluirse además de la actividad económica, y si debería permitirse que la relación cambie a formas más complejas, por ejemplo en función de la fase del ciclo económico. La sección 2 y el recuadro 2 se centran en algunas de estas cuestiones importantes. En la sección 3 se repasa la historia reciente de la inflación en la zona del euro desde la perspectiva de un conjunto amplio de modelos de curva de Phillips en forma reducida, y se llega a la conclusión de que las curvas de Phillips estimadas pueden explicar gran parte de la debilidad de la inflación subyacente desde 2013, y el grueso se atribuye a sus determinantes principales, salvo las tasas de inflación más recientes, que los modelos no son capaces de explicar adecuadamente.

Conclusiones

Los modelos de curva de Phillips ofrecen un marco útil e intuitivo para entender y comunicar la evolución de la inflación. En este artículo se emplea una especificación parsimoniosa, aunque no excesivamente simplista, que abarca los principales determinantes de la inflación más allá del nivel de actividad económica. Se combina con un enfoque de modelización (*thick modelling*) que mitiga parte de la incertidumbre presente en los modelos, lo que permite inferir una conclusión más sólida sobre la fortaleza de la relación entre la inflación y sus determinantes. Los resultados proporcionan una explicación plausible de la evolución de la inflación subyacente en la zona del euro desde que comenzó la crisis financiera global.

Las curvas de Phillips estimadas pueden explicar gran parte de la debilidad de la inflación subyacente registrada entre 2013 y mediados de 2017, pero siguen sin poder explicar, en gran medida, la observada más recientemente. Las aportaciones medias de la holgura, las expectativas de inflación y los precios exteriores en todos los modelos estimados pueden explicar la mayor parte de las desviaciones de la inflación subyacente con respecto a su media histórica durante períodos prolongados de la muestra considerada. Con todo, dada la contribución cada vez menor de los tres factores y la reducción de los márgenes de

⁵⁸ Véase el recuadro 3 del artículo titulado «El mercado de trabajo de la zona del euro desde la óptica de la curva de Beveridge», en este Boletín Económico.

incertidumbre en torno a ellos durante el período más reciente, la debilidad persistente de la inflación subyacente subraya la necesidad de utilizar otros enfoques complementarios.

Al igual que cualquier otra herramienta analítica, las curvas de Phillips también tienen limitaciones y deficiencias. Por ejemplo, a pesar de ser intuitivas y transparentes, las estimaciones en forma reducida son, por su propia naturaleza, de equilibrio parcial y, por tanto, están sujetas a críticas tanto teóricas como empíricas. Asimismo, para seguir siendo manejables, es inevitable que no recojan muchos aspectos (por ejemplo, política fiscal y factores financieros) que podrían, no obstante, ser importantes para explicar la inflación subyacente, pero que exigen enfoques de modelización más sofisticados. Por último, consideraciones estadísticas y de medición también pueden provocar inestabilidad en las relaciones de la curva de Phillips durante períodos de tiempo específicos. Pese a estas deficiencias, los modelos de curva de Phillips son una parte fundamental de un conjunto de herramientas analíticas mucho más amplio que utilizan los bancos centrales para entender el proceso inflacionista. Con frecuencia han proporcionado información relevante, a veces han abierto el camino a la utilización de enfoques más sofisticados y en otras ocasiones han ofrecido un contraste para los análisis o previsiones procedentes de otras fuentes. El debate tan vivo que suscitan confirma su utilidad.

[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 |
| 2016 | 3,3 | 1,6 | 1,8 | 0,6 | 6,7 | 1,9 | 1,1 | 1,8 | 1,3 | 0,7 | -0,1 | 2,0 | 0,2 |
| 2017 | 3,8 | 2,2 | 1,8 | 1,9 | 6,8 | 2,4 | 2,2 | 1,8 | 2,1 | 2,7 | 0,5 | 1,6 | 1,5 |
| 2018 | 3,7 | 3,0 | 1,4 | 0,8 | 6,6 | 1,9 | 2,6 | 2,1 | 2,4 | 2,5 | 1,0 | 2,1 | 1,8 |
| 2018 II TR | 0,9 | 1,0 | 0,4 | 0,5 | 1,7 | 0,4 | 2,5 | 2,0 | 2,7 | 2,4 | 0,7 | 1,8 | 1,7 |
| III TR | 0,8 | 0,8 | 0,7 | -0,6 | 1,6 | 0,1 | 2,9 | 2,2 | 2,6 | 2,5 | 1,1 | 2,3 | 2,1 |
| IV TR | 0,8 | 0,5 | 0,2 | 0,4 | 1,5 | 0,2 | 2,7 | 2,3 | 2,2 | 2,3 | 0,8 | 2,2 | 1,9 |
| 2019 I TR | . | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 1,4 | 0,4 | 2,1 | 2,1 | 1,6 | . | 0,3 | 1,8 | 1,4 |
| 2018 Dic | - | - | - | - | - | - | 2,4 | 2,2 | 1,9 | 2,1 | 0,3 | 1,9 | 1,5 |
| 2019 Ene | - | - | - | - | - | - | 2,1 | 2,2 | 1,6 | 1,8 | 0,2 | 1,7 | 1,4 |
| Feb | - | - | - | - | - | - | 2,1 | 2,1 | 1,5 | 1,9 | 0,2 | 1,5 | 1,5 |
| Mar | - | - | - | - | - | - | 2,3 | 2,1 | 1,9 | 1,9 | 0,5 | 2,3 | 1,4 |
| Abr | - | - | - | - | - | - | 2,5 | 2,2 | 2,0 | 2,1 | 0,9 | 2,5 | 1,7 |
| May ³⁾ | - | - | - | - | - | - | . | . | . | . | . | . | 1,2 |

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

3) La cifra relativa a la zona del euro es una estimación basada en datos nacionales provisionales, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

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

| | Encuestas a los directores de compras (índices de difusión) | | | | | | | Importaciones de mercancías ¹⁾ | | | | |
|------------|---|----------------|-------------|-------|-------|----------------------------|---------------------------------|---|---------------------------|-----------|---------------------|----------------------|
| | Índice PMI compuesto | | | | | | Índice PMI global ²⁾ | | | Mundiales | Economías avanzadas | Economías emergentes |
| | Global ²⁾ | Estados Unidos | Reino Unido | Japón | China | Pro memoria: Zona del euro | Manufacturas | Servicios | Nuevos pedidos exteriores | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2016 | 51,6 | 52,4 | 53,4 | 50,5 | 51,4 | 53,3 | 51,7 | 52,0 | 50,1 | 1,2 | 1,4 | 1,0 |
| 2017 | 53,2 | 54,3 | 54,7 | 52,5 | 51,8 | 56,4 | 53,8 | 53,8 | 52,8 | 5,9 | 3,2 | 7,7 |
| 2018 | 53,4 | 55,0 | 53,3 | 52,1 | 52,3 | 54,6 | 53,1 | 53,8 | 50,9 | 4,3 | 3,1 | 5,1 |
| 2018 II TR | 53,9 | 55,9 | 54,3 | 52,3 | 52,5 | 54,7 | 53,1 | 54,2 | 50,3 | -0,3 | -0,7 | 0,0 |
| III TR | 53,1 | 54,8 | 53,9 | 51,5 | 52,1 | 54,3 | 52,6 | 53,2 | 49,8 | 1,8 | 0,7 | 2,5 |
| IV TR | 53,1 | 54,7 | 51,4 | 52,3 | 51,5 | 52,3 | 52,0 | 53,5 | 49,9 | -1,0 | 1,4 | -2,5 |
| 2019 I TR | 52,8 | 54,8 | 50,6 | 50,6 | 51,5 | 51,5 | 50,9 | 53,4 | 49,6 | -0,6 | -0,2 | -0,8 |
| 2018 Dic. | 53,1 | 54,4 | 51,4 | 52,0 | 52,2 | 51,1 | 52,1 | 53,4 | 50,0 | -1,0 | 1,4 | -2,5 |
| 2019 Ene | 52,4 | 54,4 | 50,3 | 50,9 | 50,9 | 51,0 | 50,9 | 52,9 | 49,6 | -2,2 | 0,6 | -4,0 |
| Feb | 52,8 | 55,5 | 51,5 | 50,7 | 50,7 | 51,9 | 50,9 | 53,5 | 49,5 | -1,7 | 0,7 | -3,3 |
| Mar | 53,1 | 54,6 | 50,0 | 50,4 | 52,9 | 51,6 | 50,9 | 53,8 | 49,7 | -0,6 | -0,2 | -0,8 |
| Abr | 52,3 | 53,0 | 50,9 | 50,8 | 52,7 | 51,5 | 51,1 | 52,7 | 49,6 | . | . | . |
| May | . | 50,9 | . | 50,7 | 51,5 | 51,8 | 50,3 | . | 49,4 | . | . | . |

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

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

2) Excluida la zona del euro.

2 Evolución financiera

2.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

| | Zona del euro ¹⁾ | | | | | Estados Unidos | Japón |
|----------|------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| | Depósitos a la vista (eonia) | Depósitos a 1 mes (euríbor) | Depósitos a 3 meses (euríbor) | Depósitos a 6 meses (euríbor) | Depósitos a 12 meses (euríbor) | Depósitos a 3 meses (libor) | Depósitos a 3 meses (libor) |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 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 | -0,36 | -0,37 | -0,32 | -0,27 | -0,17 | 2,31 | -0,05 |
| 2018 Nov | -0,36 | -0,37 | -0,32 | -0,26 | -0,15 | 2,65 | -0,10 |
| Dic | -0,36 | -0,37 | -0,31 | -0,24 | -0,13 | 2,79 | -0,10 |
| 2019 Ene | -0,37 | -0,37 | -0,31 | -0,24 | -0,12 | 2,77 | -0,08 |
| Feb | -0,37 | -0,37 | -0,31 | -0,23 | -0,11 | 2,68 | -0,08 |
| Mar | -0,37 | -0,37 | -0,31 | -0,23 | -0,11 | 2,61 | -0,07 |
| Abr | -0,37 | -0,37 | -0,31 | -0,23 | -0,11 | 2,59 | -0,06 |
| May | -0,37 | -0,37 | -0,31 | -0,24 | -0,13 | 2,53 | -0,07 |

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 |
| 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 | -0,80 | -0,75 | -0,66 | -0,26 | 0,32 | 1,07 | 0,08 | 0,51 | -0,67 | -0,45 | 0,44 | 1,17 |
| 2018 Nov | -0,67 | -0,70 | -0,64 | -0,23 | 0,37 | 1,06 | 0,30 | 0,57 | -0,68 | -0,45 | 0,50 | 1,28 |
| Dic | -0,80 | -0,75 | -0,66 | -0,26 | 0,32 | 1,07 | 0,08 | 0,51 | -0,67 | -0,45 | 0,44 | 1,17 |
| 2019 Ene | -0,58 | -0,60 | -0,58 | -0,32 | 0,19 | 0,79 | 0,08 | 0,45 | -0,61 | -0,50 | 0,24 | 1,00 |
| Feb | -0,57 | -0,57 | -0,54 | -0,28 | 0,23 | 0,80 | 0,17 | 0,49 | -0,56 | -0,44 | 0,27 | 1,06 |
| Mar | -0,57 | -0,61 | -0,62 | -0,45 | -0,01 | 0,60 | 0,00 | 0,35 | -0,64 | -0,59 | -0,02 | 0,75 |
| Abr | -0,56 | -0,60 | -0,59 | -0,39 | 0,08 | 0,67 | 0,12 | 0,43 | -0,62 | -0,54 | 0,08 | 0,88 |
| May | -0,57 | -0,64 | -0,69 | -0,56 | -0,13 | 0,51 | -0,08 | 0,24 | -0,72 | -0,72 | -0,17 | 0,64 |

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 |
| 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 | 375,5 | 3.386,6 | 766,3 | 264,9 | 697,3 | 336,0 | 173,1 | 629,5 | 502,5 | 278,8 | 292,9 | 800,5 | 2.746,2 | 22.310,7 |
| 2018 Nov | 351,3 | 3.186,4 | 692,3 | 258,1 | 649,3 | 328,6 | 157,2 | 589,4 | 459,6 | 277,1 | 293,9 | 757,5 | 2.723,2 | 21.967,9 |
| Dic | 335,2 | 3.057,8 | 646,7 | 247,8 | 624,8 | 311,8 | 146,9 | 556,0 | 441,5 | 283,5 | 296,3 | 719,4 | 2.567,3 | 21.032,4 |
| 2019 Ene | 340,5 | 3.088,7 | 662,2 | 252,1 | 630,4 | 315,4 | 150,2 | 570,3 | 448,1 | 293,2 | 288,0 | 718,3 | 2.607,4 | 20.460,5 |
| Feb | 355,0 | 3.223,1 | 699,4 | 266,4 | 667,5 | 329,9 | 152,9 | 598,9 | 480,6 | 301,7 | 285,8 | 743,0 | 2.754,9 | 21.123,6 |
| Mar | 365,7 | 3.332,9 | 718,3 | 272,1 | 692,2 | 339,9 | 157,6 | 621,0 | 493,4 | 307,8 | 297,0 | 755,1 | 2.804,0 | 21.414,9 |
| Abr | 379,0 | 3.458,8 | 750,9 | 277,8 | 731,0 | 341,6 | 163,8 | 652,7 | 522,5 | 311,9 | 296,9 | 749,6 | 2.903,8 | 21.964,9 |
| May | 369,4 | 3.385,4 | 710,2 | 267,4 | 721,6 | 324,7 | 157,0 | 643,9 | 519,6 | 312,0 | 290,9 | 732,7 | 2.854,7 | 21.218,4 |

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 | | | | TAE ³⁾ | |
| | | | Hasta 2 años | Más de 2 años | | | Tipo flexible y hasta 1 año | Más de 1 año | | | Tipo flexible y hasta 1 año | De 1 a 5 años | De 5 a 10 años | Más de 10 años | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 |
| 2018 May | 0,04 | 0,46 | 0,34 | 0,57 | 6,09 | 16,86 | 4,83 | 5,88 | 6,39 | 2,38 | 1,58 | 1,85 | 1,97 | 1,90 | 2,13 | 1,83 |
| Jun | 0,03 | 0,46 | 0,34 | 0,63 | 6,04 | 16,84 | 4,51 | 5,64 | 6,11 | 2,27 | 1,60 | 1,81 | 1,97 | 1,88 | 2,12 | 1,82 |
| Jul | 0,03 | 0,46 | 0,33 | 0,64 | 6,00 | 16,80 | 4,85 | 5,75 | 6,22 | 2,40 | 1,63 | 1,83 | 1,93 | 1,85 | 2,12 | 1,81 |
| Ago | 0,03 | 0,45 | 0,30 | 0,64 | 6,01 | 16,78 | 5,44 | 5,88 | 6,41 | 2,38 | 1,63 | 1,82 | 1,92 | 1,85 | 2,11 | 1,81 |
| Sep | 0,03 | 0,45 | 0,30 | 0,69 | 6,04 | 16,71 | 5,30 | 5,74 | 6,27 | 2,33 | 1,60 | 1,81 | 1,91 | 1,85 | 2,08 | 1,79 |
| Oct | 0,03 | 0,45 | 0,29 | 0,73 | 5,97 | 16,73 | 5,06 | 5,71 | 6,23 | 2,45 | 1,60 | 1,80 | 1,91 | 1,86 | 2,09 | 1,80 |
| Nov | 0,04 | 0,44 | 0,29 | 0,73 | 5,93 | 16,67 | 4,93 | 5,68 | 6,18 | 2,37 | 1,61 | 1,85 | 1,94 | 1,88 | 2,11 | 1,81 |
| Dic | 0,03 | 0,43 | 0,30 | 0,78 | 5,87 | 16,68 | 4,92 | 5,47 | 5,98 | 2,27 | 1,61 | 1,80 | 1,91 | 1,84 | 2,10 | 1,80 |
| 2019 Ene | 0,03 | 0,42 | 0,33 | 0,75 | 5,92 | 16,63 | 5,32 | 5,83 | 6,34 | 2,36 | 1,61 | 1,81 | 1,89 | 1,86 | 2,09 | 1,82 |
| Feb | 0,03 | 0,42 | 0,32 | 0,71 | 5,97 | 16,61 | 5,28 | 5,71 | 6,28 | 2,41 | 1,59 | 1,84 | 1,87 | 1,84 | 2,09 | 1,80 |
| Mar | 0,03 | 0,41 | 0,30 | 0,78 | 5,90 | 16,65 | 5,41 | 5,61 | 6,18 | 2,36 | 1,60 | 1,80 | 1,83 | 1,81 | 2,06 | 1,78 |
| Abr ^(p) | 0,03 | 0,40 | 0,32 | 0,77 | 5,88 | 16,66 | 5,56 | 5,63 | 6,19 | 2,36 | 1,60 | 1,77 | 1,77 | 1,77 | 2,02 | 1,75 |

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 | | Tipo flexible y hasta 3 meses | De 3 meses a 1 año | Más de 1 año | Tipo flexible y hasta 3 meses | De 3 meses a 1 año | Más de 1 año | Tipo flexible y hasta 3 meses | De 3 meses a 1 año | Más de 1 año | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 2018 May | 0,03 | 0,08 | 0,44 | 2,29 | 2,30 | 2,48 | 2,37 | 1,66 | 1,61 | 1,73 | 1,08 | 1,22 | 1,65 | 1,62 |
| Jun | 0,04 | 0,07 | 0,74 | 2,29 | 2,26 | 2,45 | 2,30 | 1,64 | 1,56 | 1,69 | 1,21 | 1,33 | 1,70 | 1,68 |
| Jul | 0,03 | 0,08 | 0,39 | 2,27 | 2,15 | 2,42 | 2,25 | 1,68 | 1,59 | 1,66 | 1,14 | 1,30 | 1,65 | 1,63 |
| Ago | 0,03 | 0,08 | 0,61 | 2,25 | 2,19 | 2,43 | 2,32 | 1,67 | 1,63 | 1,73 | 1,10 | 1,27 | 1,69 | 1,63 |
| Sep | 0,03 | 0,08 | 0,44 | 2,22 | 2,21 | 2,35 | 2,31 | 1,65 | 1,54 | 1,67 | 1,13 | 1,40 | 1,69 | 1,65 |
| Oct | 0,03 | 0,06 | 0,52 | 2,22 | 2,13 | 2,43 | 2,33 | 1,66 | 1,60 | 1,69 | 1,23 | 1,10 | 1,66 | 1,64 |
| Nov | 0,03 | 0,06 | 0,63 | 2,19 | 2,19 | 2,40 | 2,34 | 1,67 | 1,60 | 1,67 | 1,20 | 1,35 | 1,69 | 1,66 |
| Dic | 0,03 | 0,07 | 0,53 | 2,18 | 2,20 | 2,29 | 2,25 | 1,60 | 1,59 | 1,67 | 1,21 | 1,39 | 1,59 | 1,63 |
| 2019 Ene | 0,03 | 0,08 | 0,55 | 2,22 | 2,15 | 2,40 | 2,32 | 1,67 | 1,62 | 1,72 | 1,13 | 1,30 | 1,61 | 1,63 |
| Feb | 0,03 | 0,07 | 0,52 | 2,21 | 2,15 | 2,41 | 2,33 | 1,65 | 1,63 | 1,70 | 1,13 | 1,38 | 1,56 | 1,64 |
| Mar | 0,03 | 0,12 | 0,62 | 2,17 | 2,17 | 2,38 | 2,30 | 1,66 | 1,58 | 1,68 | 1,19 | 1,36 | 1,57 | 1,65 |
| Abr ^(p) | 0,03 | 0,09 | 0,55 | 2,19 | 2,19 | 2,36 | 2,26 | 1,68 | 1,60 | 1,64 | 1,16 | 1,33 | 1,41 | 1,62 |

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 |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| Corto plazo | | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1.241 | 518 | 135 | . | 59 | 466 | 62 | 349 | 161 | 45 | . | 31 | 79 | 33 |
| 2017 | 1.240 | 519 | 155 | . | 70 | 438 | 57 | 367 | 167 | 54 | . | 37 | 79 | 31 |
| 2018 | 1.219 | 505 | 171 | . | 72 | 424 | 47 | 388 | 171 | 64 | . | 41 | 76 | 35 |
| 2018 Oct | 1.285 | 529 | 172 | . | 92 | 439 | 54 | 426 | 185 | 80 | . | 46 | 77 | 38 |
| Nov | 1.278 | 523 | 169 | . | 89 | 445 | 52 | 361 | 155 | 65 | . | 37 | 74 | 31 |
| Dic | 1.219 | 505 | 171 | . | 72 | 424 | 47 | 283 | 107 | 71 | . | 36 | 44 | 26 |
| 2019 Ene | 1.288 | 541 | 166 | . | 88 | 435 | 58 | 473 | 221 | 66 | . | 50 | 98 | 38 |
| Feb | 1.268 | 539 | 161 | . | 94 | 419 | 55 | 377 | 189 | 59 | . | 42 | 63 | 24 |
| Mar | 1.308 | 564 | 156 | . | 98 | 435 | 55 | 407 | 186 | 58 | . | 45 | 79 | 40 |
| Largo plazo | | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 15.379 | 3.695 | 3.175 | . | 1.184 | 6.684 | 641 | 220 | 62 | 53 | . | 19 | 78 | 8 |
| 2017 | 15.360 | 3.560 | 3.049 | . | 1.243 | 6.865 | 642 | 247 | 66 | 73 | . | 18 | 83 | 7 |
| 2018 | 15.750 | 3.688 | 3.150 | . | 1.265 | 7.020 | 626 | 229 | 64 | 68 | . | 16 | 75 | 6 |
| 2018 Oct | 15.718 | 3.665 | 3.135 | . | 1.264 | 7.026 | 628 | 223 | 60 | 70 | . | 14 | 69 | 10 |
| Nov | 15.798 | 3.689 | 3.164 | . | 1.262 | 7.054 | 629 | 230 | 66 | 79 | . | 7 | 72 | 7 |
| Dic | 15.750 | 3.688 | 3.150 | . | 1.265 | 7.020 | 626 | 193 | 60 | 95 | . | 15 | 20 | 3 |
| 2019 Ene | 15.817 | 3.712 | 3.150 | . | 1.263 | 7.067 | 625 | 282 | 106 | 41 | . | 16 | 109 | 9 |
| Feb | 15.936 | 3.744 | 3.164 | . | 1.274 | 7.121 | 632 | 289 | 99 | 50 | . | 14 | 115 | 11 |
| Mar | 15.987 | 3.747 | 3.186 | . | 1.288 | 7.124 | 641 | 262 | 76 | 56 | . | 25 | 88 | 17 |

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 | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | |
| Saldo vivo | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 16.620,1 | 4.213,3 | 3.310,0 | . | 1.243,3 | 7.149,9 | 703,7 | 7.089,5 | 537,6 | 1.080,2 | 5.471,6 | |
| 2017 | 16.599,9 | 4.079,6 | 3.204,2 | . | 1.312,6 | 7.303,6 | 699,9 | 7.954,7 | 612,5 | 1.249,6 | 6.092,6 | |
| 2018 | 16.968,7 | 4.192,6 | 3.321,1 | . | 1.337,8 | 7.444,5 | 672,7 | 7.027,1 | 465,1 | 1.099,4 | 5.462,6 | |
| 2018 Oct | 17.003,0 | 4.194,0 | 3.306,7 | . | 1.355,5 | 7.464,7 | 682,0 | 7.546,6 | 515,4 | 1.202,1 | 5.829,2 | |
| Nov | 17.075,9 | 4.211,7 | 3.333,4 | . | 1.351,0 | 7.498,8 | 681,0 | 7.475,0 | 512,1 | 1.179,4 | 5.783,4 | |
| Dic | 16.968,7 | 4.192,6 | 3.321,1 | . | 1.337,8 | 7.444,5 | 672,7 | 7.027,1 | 465,1 | 1.099,4 | 5.462,6 | |
| 2019 Ene | 17.105,0 | 4.253,3 | 3.315,9 | . | 1.350,7 | 7.502,1 | 683,1 | 7.482,9 | 487,0 | 1.185,1 | 5.810,9 | |
| Feb | 17.203,9 | 4.282,9 | 3.325,7 | . | 1.367,9 | 7.540,9 | 686,5 | 7.715,8 | 518,7 | 1.225,1 | 5.972,0 | |
| Mar | 17.294,5 | 4.311,1 | 3.341,9 | . | 1.386,4 | 7.559,4 | 695,7 | 7.764,2 | 495,8 | 1.230,8 | 6.037,6 | |
| Tasa de crecimiento | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 0,3 | -3,0 | -1,2 | . | 6,2 | 2,2 | -0,1 | 0,5 | 1,2 | 0,9 | 0,4 | |
| 2017 | 1,3 | -0,5 | 0,1 | . | 5,9 | 2,2 | 0,5 | 1,0 | 6,1 | 2,8 | 0,2 | |
| 2018 | 2,0 | 1,7 | 3,3 | . | 3,3 | 1,9 | -4,3 | 0,8 | -0,1 | 2,8 | 0,4 | |
| 2018 Oct | 2,1 | 0,9 | 3,0 | . | 4,7 | 2,4 | -3,1 | 0,9 | 0,5 | 3,1 | 0,5 | |
| Nov | 2,2 | 1,3 | 3,6 | . | 3,5 | 2,4 | -3,6 | 0,9 | 0,4 | 2,9 | 0,5 | |
| Dic | 2,0 | 1,7 | 3,3 | . | 3,3 | 1,9 | -4,3 | 0,8 | -0,1 | 2,8 | 0,4 | |
| 2019 Ene | 2,1 | 2,1 | 2,3 | . | 3,5 | 2,3 | -2,7 | 0,7 | -0,1 | 2,7 | 0,4 | |
| Feb | 2,6 | 2,9 | 2,4 | . | 4,6 | 2,5 | -1,6 | 0,6 | -0,1 | 2,6 | 0,3 | |
| Mar | 2,4 | 2,9 | 2,4 | . | 3,7 | 2,1 | 0,0 | 0,4 | -0,2 | 1,7 | 0,2 | |

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 | 8 |
| 2016 | 94,4 | 89,5 | 90,9 | 85,1 | 79,1 | 89,3 | 109,7 | 88,9 |
| 2017 | 96,6 | 91,4 | 92,0 | 86,0 | 78,5 | 89,8 | 112,0 | 90,0 |
| 2018 | 98,9 | 93,4 | 93,5 | 87,6 | 79,6 | 91,0 | 117,9 | 93,8 |
| 2018 II TR | 98,4 | 93,1 | 93,1 | 87,2 | 79,1 | 90,5 | 117,0 | 93,4 |
| III TR | 99,2 | 93,7 | 93,5 | 87,8 | 79,6 | 91,3 | 119,2 | 94,8 |
| IV TR | 98,5 | 93,0 | 93,0 | 87,2 | 79,2 | 90,6 | 118,4 | 93,8 |
| 2019 I TR | 97,4 | 91,6 | 92,3 | . | . | . | 116,7 | 92,1 |
| 2018 Dic | 98,4 | 92,7 | 93,0 | - | - | - | 118,0 | 93,3 |
| 2019 Ene | 97,8 | 92,1 | 92,8 | - | - | - | 117,3 | 92,7 |
| Feb | 97,4 | 91,7 | 92,4 | - | - | - | 116,6 | 92,0 |
| Mar | 96,9 | 91,1 | 91,7 | - | - | - | 116,2 | 91,5 |
| Apr | 96,7 | 91,0 | 91,2 | - | - | - | 116,1 | 91,5 |
| May | 97,4 | 91,6 | 91,7 | - | - | - | 117,0 | 92,1 |
| <i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i> | | | | | | | | |
| 2019 May | 0,7 | 0,7 | 0,5 | - | - | - | 0,8 | 0,8 |
| <i>Tasa de variación respecto al año anterior</i> | | | | | | | | |
| 2019 May | -0,7 | -1,2 | -1,1 | - | - | - | 0,3 | -1,1 |

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 | Esloveni polaco | Libra esterlina | Leu rumano | Corona sueca | Franco suizo | Dólar estadounidense |
|---|----------------|-------------|--------------|---------------|-----------------|-------------|-----------------|-----------------|------------|--------------|--------------|----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 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 |
| 2018 | 7,808 | 7,418 | 25,647 | 7,453 | 318,890 | 130,396 | 4,261 | 0,885 | 4,6540 | 10,258 | 1,155 | 1,181 |
| 2018 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 |
| III TR | 7,915 | 7,417 | 25,718 | 7,455 | 324,107 | 129,606 | 4,303 | 0,892 | 4,6471 | 10,405 | 1,144 | 1,163 |
| IV TR | 7,895 | 7,420 | 25,864 | 7,462 | 322,995 | 128,816 | 4,299 | 0,887 | 4,6605 | 10,320 | 1,137 | 1,141 |
| 2019 I TR | 7,663 | 7,422 | 25,683 | 7,464 | 317,907 | 125,083 | 4,302 | 0,873 | 4,7358 | 10,419 | 1,132 | 1,136 |
| 2018 Dic | 7,840 | 7,404 | 25,835 | 7,465 | 322,738 | 127,878 | 4,290 | 0,898 | 4,6536 | 10,277 | 1,129 | 1,138 |
| 2019 Ene | 7,750 | 7,429 | 25,650 | 7,466 | 319,800 | 124,341 | 4,292 | 0,886 | 4,7062 | 10,269 | 1,130 | 1,142 |
| Feb | 7,649 | 7,415 | 25,726 | 7,463 | 317,908 | 125,280 | 4,318 | 0,873 | 4,7486 | 10,499 | 1,137 | 1,135 |
| Mar | 7,587 | 7,421 | 25,676 | 7,462 | 315,924 | 125,674 | 4,297 | 0,858 | 4,7546 | 10,500 | 1,131 | 1,130 |
| Abr | 7,549 | 7,428 | 25,677 | 7,465 | 321,181 | 125,436 | 4,286 | 0,862 | 4,7584 | 10,482 | 1,132 | 1,124 |
| May | 7,674 | 7,419 | 25,768 | 7,468 | 324,978 | 122,948 | 4,296 | 0,872 | 4,7594 | 10,737 | 1,130 | 1,118 |
| <i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2019 May | 1,7 | -0,1 | 0,4 | 0,0 | 1,2 | -2,0 | 0,2 | 1,2 | 0,0 | 2,4 | -0,1 | -0,5 |
| <i>Tasa de variación respecto al año anterior</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2019 May | 1,9 | 0,4 | 0,5 | 0,3 | 2,5 | -5,1 | 0,3 | -0,6 | 2,6 | 3,8 | -4,0 | -5,3 |

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

| | Total ¹⁾ | | | Inversion directa | | Inversion de cartera | | Derivados financieros netos | Otra inversion | | Activos de reserva | Pro memoria: Deuda exterior bruta |
|--|---------------------|----------|--------|-------------------|---------|----------------------|----------|-----------------------------|----------------|---------|--------------------|-----------------------------------|
| | Activos | Pasivos | Neto | Activos | Pasivos | Activos | Pasivos | | Activos | Pasivos | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Saldos vivos (posición de inversión internacional) | | | | | | | | | | | | |
| 2018 I TR | 25.012,2 | 25.790,4 | -778,2 | 10.751,0 | 8.857,7 | 8.530,2 | 10.921,1 | -75,7 | 5.133,5 | 6.011,6 | 673,2 | 14.172,3 |
| II TR | 25.656,6 | 26.284,2 | -627,5 | 10.965,4 | 9.014,8 | 8.742,7 | 10.986,3 | -83,3 | 5.341,8 | 6.283,1 | 690,0 | 14.410,2 |
| III TR | 25.805,4 | 26.314,1 | -508,7 | 10.913,3 | 8.916,3 | 8.886,5 | 11.069,5 | -64,4 | 5.396,1 | 6.328,3 | 673,9 | 14.463,0 |
| IV TR | 25.023,4 | 25.460,8 | -437,4 | 10.562,7 | 8.777,2 | 8.467,0 | 10.424,1 | -79,1 | 5.353,8 | 6.259,5 | 719,1 | 14.185,2 |
| Saldos vivos en porcentaje del PIB | | | | | | | | | | | | |
| 2018 IV TR | 216,2 | 220,0 | -3,8 | 91,3 | 75,8 | 73,2 | 90,1 | -0,7 | 46,3 | 54,1 | 6,2 | 122,6 |
| Transacciones | | | | | | | | | | | | |
| 2018 II TR | 197,6 | 154,6 | 43,0 | 39,2 | 21,2 | 0,5 | -51,2 | 38,4 | 112,9 | 184,7 | 6,6 | - |
| III TR | 27,1 | -60,0 | 87,1 | -116,2 | -102,3 | 43,9 | -0,5 | 35,4 | 62,8 | 42,7 | 1,2 | - |
| IV TR | -338,0 | -423,6 | 85,5 | -208,3 | -134,6 | -55,6 | -161,5 | 29,5 | -109,5 | -127,5 | 5,8 | - |
| 2019 I TR | 264,4 | 211,0 | 53,4 | 37,1 | 20,7 | 56,2 | 112,1 | 15,7 | 152,2 | 78,2 | 3,2 | - |
| 2018 Oct | 62,4 | 89,9 | -27,5 | 33,6 | 14,6 | -30,2 | -14,9 | 7,0 | 52,8 | 90,2 | -0,7 | - |
| Nov | -45,0 | -97,0 | 51,9 | -106,1 | -70,5 | 1,9 | -12,3 | 16,0 | 39,8 | -14,2 | 3,5 | - |
| Dic | -355,4 | -416,5 | 61,1 | -135,7 | -78,8 | -27,2 | -134,3 | 6,6 | -202,1 | -203,4 | 3,1 | - |
| 2019 Ene | 219,4 | 216,8 | 2,6 | -4,4 | 15,6 | 37,8 | 36,7 | 5,8 | 182,8 | 164,4 | -2,7 | - |
| Feb | -8,4 | -21,5 | 13,1 | 18,5 | 6,5 | 4,2 | 21,2 | 4,6 | -36,4 | -49,1 | 0,7 | - |
| Mar | 53,3 | 15,7 | 37,6 | 22,9 | -1,3 | 14,1 | 54,1 | 5,3 | 5,8 | -37,1 | 5,2 | - |
| Transacciones acumuladas de 12 meses | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Mar | 151,0 | -117,9 | 269,0 | -248,1 | -195,0 | 44,9 | -101,1 | 119,1 | 218,3 | 178,1 | 16,8 | - |
| Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Mar | 1,3 | -1,0 | 2,3 | -2,1 | -1,7 | 0,4 | -0,9 | 1,0 | 1,9 | 1,5 | 0,1 | - |

Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

| | PIB | | | | | | | | | | | |
|--|----------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------------------------|------------------|------------------------------------|--|------|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| | Total | Demanda interna | | | | | | | | Saldo exterior ¹⁾ | | |
| | | Total | Consumo privado | Consumo público | Formación bruta de capital fijo | | | Variación de existencias ²⁾ | | Total | Exportaciones ¹⁾ | Importaciones ¹⁾ |
| | | | | | Total construcción | Total maquinaria | Productos de propiedad intelectual | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Precios corrientes (mm de euros) | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 10.833,2 | 10.350,7 | 5.878,0 | 2.223,9 | 2.210,2 | 1.052,9 | 679,1 | 472,1 | 38,5 | 482,5 | 4.946,4 | 4.463,9 |
| 2017 | 11.212,0 | 10.689,7 | 6.058,8 | 2.286,2 | 2.302,9 | 1.121,5 | 716,3 | 459,3 | 41,8 | 522,3 | 5.295,7 | 4.773,3 |
| 2018 | 11.581,0 | 11.076,9 | 6.227,5 | 2.350,0 | 2.429,9 | 1.195,0 | 753,0 | 476,3 | 69,4 | 504,1 | 5.541,8 | 5.037,7 |
| 2018 II TR | 2.890,4 | 2.757,6 | 1.551,3 | 586,4 | 603,4 | 297,3 | 187,9 | 116,8 | 16,4 | 132,9 | 1.380,5 | 1.247,6 |
| II TR | 2.904,9 | 2.787,0 | 1.560,7 | 588,2 | 612,7 | 301,7 | 190,1 | 119,4 | 25,4 | 117,9 | 1.395,4 | 1.277,5 |
| IV TR | 2.923,5 | 2.807,0 | 1.573,8 | 595,2 | 624,9 | 306,6 | 192,3 | 124,6 | 13,1 | 116,4 | 1.412,9 | 1.296,5 |
| 2019 I TR | 2.946,9 | 2.820,4 | 1.583,0 | 597,7 | 634,0 | 313,2 | 194,5 | 124,9 | 5,8 | 126,5 | 1.420,3 | 1.293,8 |
| en porcentaje del PIB | | | | | | | | | | | | |
| 2018 | 100,0 | 95,6 | 53,8 | 20,3 | 21,0 | 10,3 | 6,5 | 4,1 | 0,6 | 4,4 | - | - |
| Volúmenes encadenados (precios del año anterior) | | | | | | | | | | | | |
| tasas de variación intertrimestral | | | | | | | | | | | | |
| 2018 II TR | 0,4 | 0,3 | 0,1 | 0,4 | 1,6 | 1,5 | 2,2 | 0,9 | - | - | 1,2 | 1,1 |
| III TR | 0,1 | 0,6 | 0,1 | 0,0 | 0,5 | 0,3 | 0,3 | 1,6 | - | - | 0,2 | 1,2 |
| IV TR | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,6 | 1,4 | 0,9 | 0,9 | 3,7 | - | - | 1,2 | 1,2 |
| 2019 I TR | 0,4 | 0,3 | 0,5 | 0,1 | 1,1 | 1,5 | 1,2 | -0,1 | - | - | 0,6 | 0,4 |
| tasas de variación interanual | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,9 | 2,4 | 1,9 | 1,8 | 3,9 | 2,7 | 5,8 | 4,3 | - | - | 3,0 | 4,2 |
| 2017 | 2,4 | 1,8 | 1,7 | 1,2 | 2,7 | 3,9 | 5,1 | -3,5 | - | - | 5,1 | 3,9 |
| 2018 | 1,9 | 1,8 | 1,3 | 1,0 | 3,4 | 3,2 | 4,4 | 2,2 | - | - | 3,2 | 3,2 |
| 2018 II TR | 2,2 | 1,6 | 1,4 | 1,1 | 2,8 | 3,9 | 5,6 | -3,9 | - | - | 4,0 | 2,8 |
| III TR | 1,7 | 1,9 | 1,0 | 0,7 | 3,4 | 2,2 | 4,3 | 4,9 | - | - | 3,0 | 3,7 |
| IV TR | 1,2 | 1,8 | 1,1 | 1,1 | 3,7 | 3,1 | 2,6 | 7,1 | - | - | 2,0 | 3,4 |
| 2019 I TR | 1,2 | 1,4 | 1,1 | 1,1 | 4,8 | 4,3 | 4,7 | 6,2 | - | - | 3,2 | 4,0 |
| contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales | | | | | | | | | | | | |
| 2018 II TR | 0,4 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | -0,2 | 0,1 | - | - |
| III TR | 0,1 | 0,5 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | -0,4 | - | - |
| IV TR | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | -0,4 | 0,0 | - | - |
| 2019 I TR | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,0 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | -0,3 | 0,1 | - | - |
| contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,9 | 2,3 | 1,0 | 0,4 | 0,8 | 0,3 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | -0,3 | - | - |
| 2017 | 2,4 | 1,7 | 0,9 | 0,3 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | -0,1 | 0,0 | 0,7 | - | - |
| 2018 | 1,9 | 1,7 | 0,7 | 0,2 | 0,7 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | - | - |
| 2018 II TR | 2,2 | 1,5 | 0,8 | 0,2 | 0,6 | 0,4 | 0,4 | -0,2 | -0,1 | 0,7 | - | - |
| III TR | 1,7 | 1,8 | 0,5 | 0,1 | 0,7 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,5 | -0,2 | - | - |
| IV TR | 1,2 | 1,7 | 0,6 | 0,2 | 0,8 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,1 | -0,5 | - | - |
| 2019 I TR | 1,2 | 1,4 | 0,6 | 0,2 | 1,0 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | -0,5 | -0,2 | - | - |

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3 Actividad económica

3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

| | Valor añadido bruto (precios básicos) | | | | | | | | | | | Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos |
|--|---------------------------------------|--|---|--------------|-----------------------------------|------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|---|---|--|--|
| | Total | Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca | Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías | Construcción | Comercio, transporte y hostelería | Información y comunicaciones | Actividades financieras y de seguros | 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) | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 9.721,5 | 158,4 | 1.960,6 | 486,8 | 1.840,3 | 451,5 | 469,8 | 1.100,5 | 1.067,9 | 1.849,7 | 336,1 | 1.111,7 |
| 2017 | 10.052,4 | 172,4 | 2.026,7 | 515,5 | 1.921,0 | 469,3 | 462,2 | 1.129,4 | 1.115,4 | 1.897,5 | 343,2 | 1.159,6 |
| 2018 | 10.376,7 | 174,0 | 2.072,7 | 553,1 | 1.982,5 | 491,5 | 464,7 | 1.162,3 | 1.168,2 | 1.958,0 | 349,8 | 1.204,3 |
| 2018 II TR | 2.589,6 | 43,1 | 519,7 | 137,1 | 495,3 | 122,5 | 115,4 | 289,6 | 291,6 | 488,1 | 87,2 | 300,8 |
| III TR | 2.602,5 | 43,8 | 519,7 | 139,7 | 496,4 | 123,6 | 116,4 | 291,5 | 293,0 | 491,0 | 87,5 | 302,3 |
| IV TR | 2.619,8 | 44,0 | 519,6 | 142,4 | 500,4 | 124,5 | 116,6 | 293,5 | 295,7 | 495,0 | 87,9 | 303,7 |
| 2019 I TR | 2.639,7 | 44,6 | 521,5 | 145,6 | 503,7 | 125,0 | 117,5 | 295,9 | 298,5 | 498,8 | 88,5 | 307,2 |
| en porcentaje del valor añadido | | | | | | | | | | | | |
| 2018 | 100,0 | 1,7 | 20,0 | 5,3 | 19,1 | 4,7 | 4,5 | 11,2 | 11,3 | 18,9 | 3,4 | - |
| Volumenes encadenados (precios del año anterior) | | | | | | | | | | | | |
| tasas de variación intertrimestral | | | | | | | | | | | | |
| 2018 II TR | 0,4 | 0,0 | 0,2 | 1,0 | 0,4 | 1,6 | 0,3 | 0,1 | 0,7 | 0,1 | -0,1 | 0,6 |
| III TR | 0,2 | -1,0 | -0,1 | 0,6 | 0,0 | 0,7 | 0,7 | 0,4 | -0,1 | 0,3 | 0,4 | -0,1 |
| IV TR | 0,3 | 0,6 | -0,5 | 1,1 | 0,4 | 0,6 | 0,2 | 0,3 | 0,6 | 0,3 | 0,2 | 0,0 |
| 2019 I TR | 0,4 | 0,7 | 0,1 | 1,1 | 0,7 | 0,3 | -0,4 | 0,3 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| tasas de variación interanual | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,8 | -1,4 | 3,3 | 1,6 | 1,9 | 3,8 | 0,5 | 0,5 | 2,4 | 1,2 | 0,5 | 2,8 |
| 2017 | 2,4 | 1,7 | 3,0 | 3,3 | 3,1 | 4,6 | 0,4 | 1,0 | 3,9 | 1,1 | 0,9 | 2,5 |
| 2018 | 1,9 | 1,0 | 1,2 | 3,4 | 2,3 | 4,8 | 1,1 | 1,4 | 3,3 | 1,2 | 0,8 | 1,6 |
| 2018 II TR | 2,2 | 1,8 | 2,3 | 3,3 | 2,5 | 5,5 | 1,0 | 1,3 | 3,7 | 1,2 | 0,6 | 1,9 |
| III TR | 1,7 | 0,2 | 0,7 | 3,3 | 2,0 | 4,4 | 1,6 | 1,3 | 2,9 | 1,1 | 0,5 | 1,7 |
| IV TR | 1,2 | -0,1 | -1,2 | 3,4 | 1,7 | 4,4 | 0,9 | 1,4 | 2,8 | 1,2 | 0,5 | 1,0 |
| 2019 I TR | 1,2 | 0,3 | -0,3 | 4,0 | 1,6 | 3,2 | 0,8 | 1,1 | 1,8 | 1,2 | 0,9 | 0,9 |
| contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales | | | | | | | | | | | | |
| 2018 II TR | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | - |
| III TR | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | - |
| IV TR | 0,3 | 0,0 | -0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | - |
| 2019 I TR | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 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 | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,8 | 0,0 | 0,7 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | - |
| 2017 | 2,4 | 0,0 | 0,6 | 0,2 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | 0,0 | - |
| 2018 | 1,9 | 0,0 | 0,2 | 0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,0 | - |
| 2018 II TR | 2,2 | 0,0 | 0,5 | 0,2 | 0,5 | 0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | 0,0 | - |
| III TR | 1,7 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | - |
| IV TR | 1,2 | 0,0 | -0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | - |
| 2019 I TR | 1,2 | 0,0 | -0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 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 | | | | | | | | | | | | | |
| <i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 100,0 | 85,5 | 14,5 | 3,2 | 14,8 | 5,9 | 24,9 | 2,8 | 2,6 | 1,0 | 13,5 | 24,2 | 7,0 |
| 2017 | 100,0 | 85,8 | 14,2 | 3,2 | 14,8 | 6,0 | 24,9 | 2,8 | 2,5 | 1,0 | 13,7 | 24,2 | 7,0 |
| 2018 | 100,0 | 86,0 | 14,0 | 3,1 | 14,8 | 6,0 | 24,9 | 2,9 | 2,4 | 1,0 | 13,8 | 24,1 | 6,9 |
| <i>tasas de variación interanual</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,4 | 1,7 | -0,3 | -0,5 | 0,8 | 0,2 | 1,6 | 3,0 | -0,3 | 2,1 | 2,9 | 1,3 | 0,7 |
| 2017 | 1,6 | 2,0 | -0,5 | -0,5 | 1,3 | 1,9 | 1,7 | 3,3 | -1,2 | 1,9 | 3,1 | 1,3 | 1,2 |
| 2018 | 1,5 | 1,8 | -0,4 | -0,4 | 1,5 | 2,6 | 1,5 | 3,1 | -0,9 | 2,0 | 2,6 | 1,2 | 0,5 |
| 2018 II TR | 1,6 | 1,9 | -0,3 | -0,4 | 1,7 | 2,5 | 1,4 | 2,6 | -0,9 | 2,3 | 3,0 | 1,3 | 1,3 |
| III TR | 1,4 | 1,7 | -0,3 | 0,0 | 1,3 | 2,6 | 1,5 | 3,5 | -1,2 | 1,9 | 2,4 | 1,2 | 0,0 |
| IV TR | 1,4 | 1,7 | -0,3 | -0,3 | 1,3 | 3,1 | 1,5 | 3,5 | -0,7 | 1,5 | 1,9 | 1,2 | -0,3 |
| 2019 I TR | 1,3 | 1,5 | -0,1 | 0,3 | 1,3 | 2,5 | 1,2 | 3,8 | -0,3 | 2,1 | 1,7 | 1,2 | 0,0 |
| Horas trabajadas | | | | | | | | | | | | | |
| <i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 100,0 | 80,6 | 19,4 | 4,3 | 15,4 | 6,7 | 25,8 | 3,0 | 2,6 | 1,0 | 13,2 | 21,9 | 6,2 |
| 2017 | 100,0 | 81,0 | 19,0 | 4,2 | 15,4 | 6,7 | 25,8 | 3,0 | 2,6 | 1,0 | 13,4 | 21,8 | 6,2 |
| 2018 | 100,0 | 81,4 | 18,6 | 4,2 | 15,3 | 6,8 | 25,7 | 3,1 | 2,5 | 1,0 | 13,6 | 21,7 | 6,1 |
| <i>tasas de variación interanual</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,4 | 1,8 | -0,4 | -0,3 | 0,9 | 0,4 | 1,6 | 3,0 | 0,1 | 2,7 | 3,0 | 1,3 | 0,7 |
| 2017 | 1,2 | 1,7 | -0,9 | -1,1 | 1,1 | 1,9 | 1,2 | 3,0 | -1,7 | 2,1 | 2,7 | 0,8 | 0,5 |
| 2018 | 1,6 | 2,0 | -0,4 | 0,6 | 1,4 | 2,9 | 1,2 | 3,1 | -0,8 | 2,1 | 2,9 | 1,4 | 0,6 |
| 2018 II TR | 1,9 | 2,4 | -0,3 | 1,0 | 1,7 | 2,9 | 1,2 | 3,1 | -0,4 | 2,3 | 3,7 | 1,6 | 1,9 |
| III TR | 1,8 | 2,2 | 0,1 | 1,1 | 1,3 | 3,6 | 1,5 | 3,8 | -0,9 | 2,3 | 3,2 | 1,4 | 0,8 |
| IV TR | 1,6 | 2,0 | 0,0 | 0,4 | 1,4 | 3,5 | 1,4 | 3,7 | -0,2 | 1,2 | 2,4 | 1,5 | 0,6 |
| 2019 I TR | 1,6 | 1,9 | 0,5 | 1,6 | 1,4 | 3,7 | 1,5 | 4,0 | 0,1 | 2,0 | 2,1 | 1,2 | 0,5 |
| Horas trabajadas por persona ocupada | | | | | | | | | | | | | |
| <i>tasas de variación interanual</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 0,0 | 0,2 | -0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,4 | 0,6 | 0,2 | -0,1 | 0,0 |
| 2017 | -0,4 | -0,2 | -0,4 | -0,6 | -0,1 | 0,0 | -0,5 | -0,2 | -0,5 | 0,2 | -0,4 | -0,5 | -0,7 |
| 2018 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,9 | -0,1 | 0,3 | -0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 |
| 2018 II TR | 0,2 | 0,4 | 0,1 | 1,5 | 0,0 | 0,4 | -0,2 | 0,4 | 0,5 | 0,0 | 0,7 | 0,3 | 0,6 |
| III TR | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 1,1 | 0,0 | 0,9 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,8 | 0,2 | 0,8 |
| IV TR | 0,3 | 0,4 | 0,3 | 0,7 | 0,0 | 0,4 | -0,1 | 0,2 | 0,5 | -0,3 | 0,5 | 0,3 | 1,0 |
| 2019 I TR | 0,3 | 0,3 | 0,7 | 1,3 | 0,1 | 1,2 | 0,3 | 0,2 | 0,4 | -0,2 | 0,4 | 0,0 | 0,4 |

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 | | | | |
| | | | | | | Adultos | | Jóvenes | | Masculino | | Femenino | | |
| | | | Millones | % de población activa | | Millones | % de población activa | Millones | % de población activa | Millones | % de población activa | Millones | % de población activa | % total puestos de trabajo |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| % del total en 2016 | | | 100,0 | | | 81,7 | | 18,3 | | 52,2 | | 47,8 | | |
| 2016 | 162,028 | 4,3 | 16,258 | 10,0 | 5,0 | 13,293 | 9,0 | 2,964 | 20,9 | 8,484 | 9,7 | 7,774 | 10,4 | 1,7 |
| 2017 | 162,659 | 4,1 | 14,761 | 9,1 | 4,4 | 12,095 | 8,1 | 2,666 | 18,8 | 7,637 | 8,7 | 7,124 | 9,5 | 1,9 |
| 2018 | 163,301 | 3,8 | 13,392 | 8,2 | 3,8 | 10,963 | 7,4 | 2,429 | 17,0 | 6,899 | 7,9 | 6,493 | 8,6 | 2,1 |
| 2018 II TR | 163,180 | 3,9 | 13,512 | 8,3 | 3,9 | 11,078 | 7,4 | 2,434 | 17,0 | 6,962 | 7,9 | 6,550 | 8,7 | 2,1 |
| III TR | 163,730 | 3,6 | 13,150 | 8,1 | 3,6 | 10,754 | 7,2 | 2,396 | 16,7 | 6,794 | 7,7 | 6,357 | 8,4 | 2,1 |
| IV TR | 163,702 | 3,7 | 12,988 | 7,9 | 3,6 | 10,612 | 7,1 | 2,376 | 16,5 | 6,648 | 7,6 | 6,340 | 8,4 | 2,3 |
| 2019 I TR | . | . | 12,724 | 7,8 | . | 10,401 | 7,0 | 2,323 | 16,0 | 6,486 | 7,4 | 6,238 | 8,2 | 2,4 |
| 2018 Nov | - | - | 12,976 | 7,9 | - | 10,614 | 7,1 | 2,362 | 16,4 | 6,648 | 7,6 | 6,328 | 8,3 | - |
| Dic | - | - | 12,874 | 7,9 | - | 10,521 | 7,1 | 2,353 | 16,3 | 6,567 | 7,5 | 6,307 | 8,3 | - |
| 2019 Ene | - | - | 12,829 | 7,8 | - | 10,491 | 7,0 | 2,338 | 16,2 | 6,540 | 7,4 | 6,289 | 8,3 | - |
| Feb | - | - | 12,750 | 7,8 | - | 10,426 | 7,0 | 2,324 | 16,1 | 6,504 | 7,4 | 6,246 | 8,2 | - |
| Mar | - | - | 12,593 | 7,7 | - | 10,286 | 6,9 | 2,307 | 15,9 | 6,413 | 7,3 | 6,180 | 8,1 | - |
| Abr | - | - | 12,529 | 7,6 | - | 10,221 | 6,8 | 2,308 | 15,8 | 6,372 | 7,2 | 6,157 | 8,1 | - |

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Sin desestacionalizar.

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

3.5 Indicadores económicos a corto plazo

| | Producción industrial | | | | | | Producción de la construcción | Indicador del BCE sobre nuevos pedidos industriales | Ventas del comercio al por menor | | | | Matriculaciones de automóviles |
|--------------------------------------|-------------------------------|------|--------------------------------|------|------|------|-------------------------------|---|----------------------------------|-------------------------------|-----------------|-------------|--------------------------------|
| | Total (excluida construcción) | | Principales ramas de actividad | | | | | | Total | Alimentación, bebidas, tabaco | No alimentación | Combustible | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| % del total en 2015 | 100,0 | 88,7 | 32,1 | 34,5 | 21,8 | 11,6 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 40,4 | 52,5 | 7,1 | 100,0 |
| tasas de variación interanual | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,6 | 1,8 | 1,8 | 1,9 | 1,8 | 0,5 | 3,0 | 0,7 | 1,6 | 1,0 | 2,2 | 1,4 | 7,2 |
| 2017 | 2,9 | 3,2 | 3,4 | 3,9 | 1,4 | 1,2 | 2,9 | 7,9 | 2,5 | 1,6 | 3,4 | 1,0 | 5,7 |
| 2018 | 0,9 | 1,2 | 0,6 | 1,8 | 1,3 | -1,5 | 2,1 | 2,7 | 1,6 | 1,3 | 2,0 | 0,6 | 0,8 |
| 2018 II TR | 2,2 | 2,6 | 1,7 | 4,1 | 2,0 | -1,9 | 1,6 | 4,0 | 1,8 | 1,2 | 2,6 | 0,7 | 3,3 |
| III TR | 0,5 | 0,7 | -0,3 | 1,5 | 1,0 | -1,2 | 2,4 | 1,6 | 1,2 | 1,1 | 1,5 | 0,0 | 3,4 |
| IV TR | -1,9 | -1,7 | -2,1 | -2,1 | -0,4 | -3,6 | 1,8 | -1,0 | 1,7 | 1,4 | 1,9 | 1,6 | -9,4 |
| 2019 I TR | -0,3 | 0,0 | -0,8 | 0,0 | 1,3 | -2,5 | 4,9 | -3,1 | 2,4 | 0,9 | 3,4 | 2,6 | -3,6 |
| 2018 Nov | -2,9 | -2,8 | -2,9 | -4,4 | 0,4 | -3,7 | 1,0 | 1,6 | 2,0 | 0,8 | 2,7 | 2,0 | -8,9 |
| Dic | -4,1 | -3,9 | -3,6 | -5,0 | -2,9 | -4,4 | 3,0 | -4,4 | 0,6 | 0,9 | 0,2 | 1,5 | -7,5 |
| 2019 Ene | -0,4 | -1,2 | -1,5 | -2,4 | 1,1 | 5,6 | 1,1 | -2,8 | 2,2 | 1,6 | 2,3 | 3,9 | -2,5 |
| Feb | 0,0 | 0,8 | -0,8 | 1,0 | 3,2 | -5,9 | 7,6 | -3,7 | 3,0 | 0,9 | 4,6 | 2,5 | -2,3 |
| Mar | -0,6 | 0,3 | -0,4 | 1,3 | -0,1 | -7,3 | 6,3 | -2,7 | 2,0 | 0,4 | 3,4 | 1,5 | -5,5 |
| Abr | . | . | . | . | . | . | . | . | 1,5 | 1,5 | 1,2 | 1,3 | -0,2 |
| tasas de variación intermensual (d.) | | | | | | | | | | | | | |
| 2018 Nov | -1,3 | -1,3 | -1,2 | -2,3 | 0,1 | 0,5 | 0,4 | 3,2 | 0,8 | -0,4 | 1,4 | 0,5 | 6,7 |
| Dic | -0,9 | -0,9 | 0,3 | -1,2 | -2,0 | -0,5 | 1,5 | -4,1 | -1,3 | 0,2 | -2,2 | -0,4 | 2,5 |
| 2019 Ene | 2,0 | 1,7 | 0,6 | 1,8 | 2,7 | 3,0 | -1,0 | -0,4 | 0,9 | 0,0 | 1,6 | 1,4 | 4,8 |
| Feb | -0,1 | 0,4 | 0,0 | -0,1 | 0,4 | -3,4 | 3,0 | -1,4 | 0,6 | 0,2 | 1,1 | -0,5 | -0,1 |
| Mar | -0,3 | -0,2 | 0,1 | 0,4 | -0,8 | -0,3 | -0,3 | 0,3 | 0,0 | 0,4 | -0,2 | -0,7 | -3,6 |
| Abr | . | . | . | . | . | . | . | . | -0,4 | -0,4 | -0,4 | 0,1 | 4,7 |

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)

| | Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario) | | | | | | | | Encuestas a los directores de compras (índices de difusión) | | | |
|------------|--|-----------------------------------|--|--|---|--|---|--|--|--------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|
| | Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100) | Industria manufacturera | | Indicador de confianza de los consumidores | Indicador de confianza de la construcción | Indicador de confianza del comercio al por menor | Sector servicios | | Índice PMI de las manufacturas | Producción manufacturera | Actividad comercial de los servicios | PMI compuesto de producción |
| | | Indicador de confianza industrial | Utilización de la capacidad productiva (%) | | | | Indicador de confianza de los servicios | Utilización de la capacidad productiva (%) | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 1999-15 | 99,2 | -5,3 | 80,7 | -11,7 | -15,0 | -8,7 | 7,2 | - | 51,2 | 52,5 | 53,0 | 52,8 |
| 2016 | 104,1 | -1,8 | 81,7 | -8,1 | -16,4 | 0,6 | 11,3 | 88,9 | 52,5 | 53,6 | 53,1 | 53,3 |
| 2017 | 110,1 | 5,5 | 83,2 | -5,4 | -4,2 | 2,3 | 14,6 | 89,8 | 57,4 | 58,5 | 55,6 | 56,4 |
| 2018 | 111,2 | 6,6 | 83,8 | -4,9 | 6,1 | 1,3 | 15,2 | 90,3 | 54,9 | 54,7 | 54,5 | 54,6 |
| 2018 II TR | 111,8 | 7,8 | 83,9 | -4,7 | 5,5 | 0,5 | 15,1 | 90,4 | 55,6 | 55,1 | 54,5 | 54,7 |
| III TR | 110,9 | 5,9 | 83,7 | -5,1 | 6,6 | 1,9 | 15,3 | 90,3 | 54,3 | 54,0 | 54,4 | 54,3 |
| IV TR | 108,8 | 3,6 | 83,6 | -6,4 | 7,9 | -0,3 | 13,4 | 90,4 | 51,7 | 51,0 | 52,8 | 52,3 |
| 2019 II TR | 106,0 | -0,5 | 83,2 | -7,0 | 7,5 | -1,0 | 11,6 | 90,7 | 49,1 | 49,0 | 52,4 | 51,5 |
| 2018 Dic | 107,4 | 2,3 | - | -7,8 | 7,3 | -0,1 | 12,2 | - | 51,4 | 51,0 | 51,2 | 51,1 |
| 2019 Ene | 106,3 | 0,6 | 83,6 | -7,4 | 8,4 | -2,1 | 11,0 | 90,8 | 50,5 | 50,5 | 51,2 | 51,0 |
| Feb | 106,2 | -0,4 | - | -6,9 | 6,6 | -1,3 | 12,1 | - | 49,3 | 49,4 | 52,8 | 51,9 |
| Mar | 105,6 | -1,6 | - | -6,6 | 7,5 | 0,3 | 11,5 | - | 47,5 | 47,2 | 53,3 | 51,6 |
| Abr | 103,9 | -4,3 | 82,8 | -7,3 | 6,5 | -1,1 | 11,8 | 90,7 | 47,9 | 48,0 | 52,8 | 51,5 |
| May | 105,1 | -2,9 | - | -6,5 | 4,1 | -1,2 | 12,2 | - | 47,7 | 48,9 | 52,9 | 51,8 |

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

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

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

| | Hogares | | | | | | | Sociedades no financieras | | | | | |
|-----------|--|------------------------|-------------------------------|----------------------|---------------------------------|-------------------------------|----------------------|---|-----------------------|--------------------------------------|----------------------|---------------------------------|--------------|
| | Tasa de ahorro (bruta) ¹⁾ | Ratio de endeudamiento | Renta disponible bruta real | Inversión financiera | Inversión no financiera (bruta) | Patrimonio neto ²⁾ | Riqueza inmobiliaria | Participación en los beneficios ³⁾ | Tasa de ahorro (neta) | Ratio de endeudamiento ⁴⁾ | Inversión financiera | Inversión no financiera (bruta) | Financiación |
| | Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) | | Tasas de variación interanual | | | | | Porcentaje del valor añadido neto | Porcentaje del PIB | Tasas de variación interanual | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2015 | 12,2 | 94,0 | 1,5 | 1,9 | 1,2 | 3,1 | 2,0 | 34,7 | 5,9 | 138,0 | 5,1 | 7,8 | 3,0 |
| 2016 | 12,1 | 94,3 | 1,8 | 2,0 | 6,1 | 3,3 | 2,7 | 35,4 | 7,5 | 138,0 | 5,0 | 6,1 | 3,0 |
| 2017 | 11,8 | 94,0 | 1,4 | 2,1 | 6,8 | 4,2 | 4,2 | 34,8 | 7,0 | 136,5 | 3,8 | 4,7 | 2,3 |
| 2018 I TR | 11,8 | 93,7 | 1,8 | 2,0 | 5,1 | 3,8 | 4,7 | 34,8 | 7,0 | 136,1 | 3,1 | -0,4 | 1,8 |
| II TR | 11,9 | 93,7 | 2,1 | 2,0 | 8,0 | 3,9 | 4,8 | 35,0 | 7,0 | 136,7 | 3,2 | 1,7 | 1,9 |
| III TR | 12,0 | 93,6 | 1,4 | 2,0 | 8,3 | 3,8 | 5,0 | 34,7 | 7,0 | 136,5 | 2,9 | 8,7 | 1,7 |
| IV TR | 12,1 | 93,5 | 1,5 | 2,0 | 8,3 | 2,7 | 4,9 | 34,6 | 6,6 | 135,6 | 2,2 | 12,6 | 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 |
| | Ingresos | Pagos | Neto | Ingresos | Pagos | Ingresos | Pagos | Ingresos | Pagos | Ingresos | Pagos | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2018 II TR | 1.025,1 | 938,9 | 86,3 | 576,4 | 508,4 | 223,1 | 195,4 | 197,8 | 171,0 | 28,0 | 64,1 | 8,3 | 8,8 |
| III TR | 1.032,8 | 960,9 | 71,9 | 585,8 | 525,0 | 228,7 | 202,8 | 189,7 | 164,7 | 28,5 | 68,4 | 8,7 | 5,8 |
| IV TR | 1.045,3 | 965,8 | 79,6 | 598,6 | 528,9 | 230,9 | 205,8 | 186,2 | 157,5 | 29,7 | 73,6 | 21,9 | 33,6 |
| 2019 I TR | 1.045,1 | 954,8 | 90,2 | 602,5 | 525,4 | 229,4 | 206,6 | 185,1 | 158,8 | 28,1 | 64,0 | 10,0 | 7,5 |
| 2018 Oct | 351,2 | 323,1 | 28,1 | 201,7 | 180,1 | 75,7 | 67,5 | 64,2 | 52,0 | 9,6 | 23,6 | 3,3 | 9,6 |
| Nov | 350,1 | 324,0 | 26,2 | 198,0 | 175,0 | 78,6 | 69,2 | 63,3 | 54,8 | 10,2 | 24,9 | 4,1 | 10,6 |
| Dic | 344,0 | 318,6 | 25,4 | 198,9 | 173,8 | 76,6 | 69,1 | 58,7 | 50,6 | 9,8 | 25,1 | 14,5 | 13,4 |
| 2019 Ene | 356,8 | 319,2 | 37,6 | 200,3 | 173,4 | 77,9 | 69,8 | 68,6 | 54,1 | 10,1 | 22,0 | 3,9 | 2,1 |
| Feb | 340,2 | 312,3 | 27,9 | 199,2 | 173,5 | 75,4 | 68,4 | 57,1 | 49,1 | 8,5 | 21,3 | 3,5 | 1,9 |
| Mar | 348,0 | 323,3 | 24,7 | 203,0 | 178,5 | 76,2 | 68,5 | 59,3 | 55,6 | 9,5 | 20,7 | 2,6 | 3,5 |
| transacciones acumuladas de 12 meses | | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Mar | 4.148,4 | 3.820,4 | 328,0 | 2.363,3 | 2.087,7 | 912,1 | 810,6 | 758,8 | 652,0 | 114,2 | 270,0 | 48,9 | 55,7 |
| transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB | | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Mar | 35,8 | 33,0 | 2,8 | 20,4 | 18,0 | 7,9 | 7,0 | 6,6 | 5,6 | 1,0 | 2,3 | 0,4 | 0,5 |

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

| | Total (s.d.) | | Exportaciones (FOB) | | | | | Importaciones (CIF) | | | | | |
|---|--------------------|--------------------|-----------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------------------|-----------------------|------------------------|-------------------------|-------------------|---------------|-------|-------|
| | Exporta- ciones | Importa- ciones | Total | | | Pro memoria: Manu- facturas | Total | | | Pro memoria | | | |
| | | | 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) | | | | | | | | | | | | | |
| 2018 II TR | 4,4 | 6,2 | 566,3 | 271,4 | 118,1 | 166,7 | 474,6 | 515,6 | 300,9 | 80,2 | 127,0 | 364,9 | 65,5 |
| III TR | 4,7 | 10,3 | 572,8 | 278,2 | 117,4 | 166,8 | 478,7 | 531,0 | 309,9 | 86,3 | 126,9 | 373,8 | 68,5 |
| IV TR | 3,9 | 7,8 | 580,1 | 278,1 | 123,2 | 168,3 | 485,1 | 535,8 | 309,4 | 87,9 | 130,5 | 379,6 | 66,4 |
| 2019 I TR | 3,9 | 4,8 | 587,2 | . | . | . | 492,3 | 531,4 | . | . | . | 379,5 | . |
| 2018 Oct | 11,1 | 15,0 | 194,1 | 93,7 | 40,5 | 56,2 | 161,2 | 181,0 | 105,9 | 29,3 | 44,1 | 127,1 | 24,2 |
| Nov | 2,3 | 5,5 | 192,8 | 92,8 | 40,5 | 55,8 | 162,2 | 177,6 | 102,1 | 28,8 | 43,6 | 126,5 | 21,1 |
| Dic | -2,0 | 2,6 | 193,2 | 91,6 | 42,2 | 56,2 | 161,7 | 177,3 | 101,4 | 29,7 | 42,8 | 125,9 | 21,1 |
| 2019 Ene | 2,5 | 3,3 | 194,8 | 95,0 | 40,4 | 56,9 | 164,4 | 177,6 | 102,4 | 28,9 | 43,5 | 126,7 | 20,9 |
| Feb | 6,2 | 5,2 | 195,3 | 94,4 | 39,8 | 57,2 | 164,2 | 174,7 | 100,6 | 27,5 | 43,7 | 126,1 | 21,0 |
| Mar | 3,1 | 6,0 | 197,0 | . | . | . | 163,7 | 179,1 | . | . | . | 126,7 | . |
| En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2) | | | | | | | | | | | | | |
| 2018 II TR | 3,1 | 2,9 | 125,7 | 124,4 | 127,0 | 129,4 | 126,4 | 115,4 | 115,6 | 112,6 | 118,4 | 119,7 | 101,4 |
| III TR | 1,1 | 2,0 | 125,3 | 125,7 | 124,9 | 127,6 | 126,1 | 115,4 | 115,0 | 118,1 | 115,5 | 120,1 | 99,4 |
| IV TR | 0,1 | 1,7 | 126,0 | 124,9 | 129,7 | 127,7 | 126,6 | 116,0 | 115,1 | 117,8 | 117,6 | 120,4 | 100,7 |
| 2019 I TR | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| 2018 Sep | -4,7 | -1,2 | 124,5 | 124,9 | 124,8 | 126,4 | 126,0 | 114,7 | 113,9 | 118,4 | 114,9 | 119,6 | 95,6 |
| Oct | 7,0 | 5,3 | 127,0 | 126,4 | 129,0 | 128,6 | 127,2 | 116,7 | 116,0 | 119,7 | 119,5 | 122,0 | 98,2 |
| Nov | -1,6 | -0,6 | 125,5 | 124,9 | 128,1 | 127,0 | 127,0 | 114,7 | 113,4 | 115,0 | 117,5 | 119,9 | 94,6 |
| Dic | -5,2 | 0,1 | 125,7 | 123,5 | 132,2 | 127,7 | 125,5 | 116,5 | 115,8 | 118,6 | 115,8 | 119,4 | 109,3 |
| 2019 Ene | -1,1 | 1,7 | 126,2 | 127,3 | 127,4 | 128,2 | 126,9 | 117,2 | 117,9 | 117,0 | 116,5 | 120,0 | 111,5 |
| Feb | 2,0 | 1,2 | 126,5 | 126,6 | 125,4 | 128,5 | 126,9 | 115,1 | 115,0 | 111,2 | 118,3 | 120,2 | 105,7 |

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

4 Precios y costes

4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

| | Total | | | | | Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾ | | | | | | Pro memoria: Precios administrados | |
|------------------------|--------------------------|-------|---|--------|-----------|--|-------------------------|--------------------------------------|---|-------------------|-----------|--|----------------------------|
| | Índice: 2015 = 100 | Total | | Bienes | Servicios | Total | Alimentos elaborados | Alimen- tos no elabo- rados | Bienes industriales no ener- géticos | Energía (s.d.) | Servicios | Total IAPC, excluidos precios administrados | Precios adminis- trados |
| | | | Total, excluidos energía y alimentos | | | | | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| % del total en 2017 | 100,0 | 100,0 | 70,9 | 55,5 | 44,5 | 100,0 | 14,5 | 4,5 | 26,4 | 10,1 | 44,5 | 83,6 | 16,4 |
| 2016 | 100,2 | 0,2 | 0,8 | -0,4 | 1,1 | - | - | - | - | - | - | 0,2 | 0,3 |
| 2017 | 101,8 | 1,5 | 1,0 | 1,6 | 1,4 | - | - | - | - | - | - | 1,6 | 1,0 |
| 2018 | 103,6 | 1,8 | 1,0 | 2,0 | 1,5 | - | - | - | - | - | - | 1,7 | 2,1 |
| 2018 II TR | 103,8 | 1,7 | 1,0 | 2,0 | 1,4 | 0,6 | 0,7 | 1,0 | 0,0 | 1,9 | 0,5 | 1,7 | 1,6 |
| III TR | 104,1 | 2,1 | 1,0 | 2,6 | 1,5 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,1 | 2,7 | 0,3 | 2,1 | 2,4 |
| IV TR | 104,3 | 1,9 | 1,0 | 2,3 | 1,5 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | 1,6 | 0,2 | 1,8 | 2,8 |
| 2019 I TR | 103,5 | 1,4 | 1,0 | 1,5 | 1,4 | 0,0 | 0,6 | 0,2 | 0,1 | -2,4 | 0,3 | 1,3 | 2,3 |
| 2018 Dic | 104,1 | 1,5 | 0,9 | 1,7 | 1,3 | -0,3 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | -3,3 | 0,1 | 1,3 | 2,7 |
| 2019 Ene | 103,0 | 1,4 | 1,1 | 1,2 | 1,6 | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,1 | -0,9 | 0,1 | 1,2 | 2,4 |
| Feb | 103,3 | 1,5 | 1,0 | 1,6 | 1,4 | 0,2 | 0,2 | 0,9 | 0,0 | 0,6 | 0,1 | 1,3 | 2,3 |
| Mar | 104,4 | 1,4 | 0,8 | 1,6 | 1,1 | 0,1 | 0,4 | -1,3 | -0,2 | 0,8 | 0,2 | 1,3 | 2,2 |
| Abr | 105,1 | 1,7 | 1,3 | 1,5 | 1,9 | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,7 | 0,6 | 1,7 | 2,1 |
| May ³⁾ | 105,3 | 1,2 | 0,8 | . | 1,1 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,1 | 0,9 | -0,2 | . | . |

| | Bienes | | | | | | Servicios | | | | | | |
|------------------------|---|-------------------------|-------------------------------|---------------------|--|---------|------------|-----|------------|---------------------|----------------------------------|--------|--|
| | Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco) | | | Bienes industriales | | | Vivienda | | Transporte | Comuni- caciones | Recreativos y perso- nales | Varios | |
| | Total | Alimentos elaborados | Alimentos no elaborados | Total | Bienes industriales no energéticos | Energía | Alquileres | | | | | | |
| | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | |
| % del total en 2017 | 19,0 | 14,5 | 4,5 | 36,5 | 26,4 | 10,1 | 11,0 | 6,5 | 7,2 | 2,6 | 15,3 | 8,4 | |
| 2016 | 0,9 | 0,6 | 1,4 | -1,1 | 0,4 | -5,1 | 1,1 | 1,1 | 0,8 | 0,0 | 1,3 | 1,2 | |
| 2017 | 1,8 | 1,5 | 2,4 | 1,5 | 0,3 | 4,9 | 1,3 | 1,2 | 2,1 | -1,1 | 2,1 | 0,8 | |
| 2018 | 2,2 | 2,1 | 2,3 | 1,9 | 0,3 | 6,4 | 1,2 | 1,2 | 1,5 | -0,1 | 2,0 | 1,4 | |
| 2018 II TR | 2,6 | 2,3 | 3,3 | 1,6 | 0,2 | 5,6 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 0,1 | 1,9 | 1,3 | |
| III TR | 2,5 | 2,1 | 3,8 | 2,7 | 0,2 | 9,5 | 1,1 | 1,1 | 1,4 | 0,2 | 2,2 | 1,3 | |
| IV TR | 2,0 | 1,9 | 2,0 | 2,4 | 0,2 | 8,4 | 1,2 | 1,1 | 1,5 | -0,3 | 1,9 | 1,7 | |
| 2019 I TR | 2,0 | 1,9 | 1,9 | 1,3 | 0,3 | 3,9 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | -0,6 | 1,7 | 1,5 | |
| 2018 Dic | 1,8 | 1,7 | 1,8 | 1,6 | 0,2 | 5,5 | 1,2 | 1,1 | 1,2 | -0,3 | 1,6 | 1,7 | |
| 2019 Ene | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,0 | 0,3 | 2,7 | 1,2 | 1,1 | 1,6 | -0,4 | 2,2 | 1,5 | |
| Feb | 2,3 | 2,1 | 2,9 | 1,3 | 0,4 | 3,6 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | -0,8 | 1,8 | 1,5 | |
| Mar | 1,8 | 2,0 | 1,1 | 1,5 | 0,1 | 5,3 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | -0,7 | 1,2 | 1,5 | |
| Abr | 1,5 | 1,7 | 0,8 | 1,6 | 0,2 | 5,3 | 1,3 | 1,2 | 2,5 | -1,2 | 2,8 | 1,6 | |
| May ³⁾ | 1,6 | 1,9 | 0,4 | . | 0,3 | 3,8 | . | . | . | . | . | . | |

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⁾ | | | | | | | | | | Construcción ²⁾ | Precios de los inmuebles residenciales ³⁾ | Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ³⁾ |
|---------------------|--|---------------------------------|-------|---|------------------------|-------------------|---|----------------------|-----|---------|----------------------------|--|--|
| | Total (índice: 2010 = 100) | Total | | Industria, excluidas construcción y energía | | | | | | Energía | | | |
| | | Industria manufac- turera | Total | Bienes intermedios | Bienes de equipo | Bienes de consumo | | | | | | | |
| | | | | | | Total | Alimen- tación, bebidas y tabaco | No alimen- tación | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| % del total en 2010 | 100,0 | 100,0 | 77,3 | 72,1 | 28,9 | 20,7 | 22,5 | 16,5 | 5,9 | 27,9 | | | |
| 2016 | 97,9 | -2,1 | -1,4 | -0,5 | -1,6 | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -6,9 | 0,7 | 3,4 | 4,9 |
| 2017 | 100,8 | 3,0 | 3,0 | 2,1 | 3,2 | 0,9 | 1,9 | 2,8 | 0,2 | 5,6 | 2,0 | 3,7 | 5,0 |
| 2018 | 104,0 | 3,2 | 2,4 | 1,5 | 2,6 | 1,0 | 0,4 | 0,2 | 0,6 | 8,1 | 2,4 | 4,2 | 3,2 |
| 2018 II TR | 103,1 | 2,8 | 2,6 | 1,3 | 2,5 | 1,0 | 0,3 | 0,1 | 0,6 | 6,7 | 2,2 | 4,2 | 3,4 |
| III TR | 104,9 | 4,3 | 3,2 | 1,5 | 3,1 | 1,1 | 0,1 | -0,3 | 0,7 | 12,5 | 2,9 | 4,3 | 2,6 |
| IV TR | 105,7 | 4,0 | 2,3 | 1,4 | 2,5 | 1,1 | 0,3 | -0,2 | 0,8 | 11,1 | 2,3 | 4,2 | 2,5 |
| 2019 I TR | 105,4 | 3,0 | 1,3 | 1,1 | 1,4 | 1,5 | 0,4 | -0,1 | 1,0 | 7,7 | . | . | . |
| 2018 Nov | 105,9 | 4,0 | 2,3 | 1,5 | 2,6 | 1,2 | 0,3 | -0,2 | 0,8 | 11,0 | - | - | - |
| Dic | 105,1 | 3,0 | 1,5 | 1,3 | 2,2 | 1,1 | 0,4 | 0,0 | 0,8 | 7,8 | - | - | - |
| 2019 Ene | 105,4 | 2,9 | 0,9 | 1,1 | 1,6 | 1,4 | 0,4 | 0,0 | 0,9 | 7,4 | - | - | - |
| Feb | 105,5 | 3,0 | 1,5 | 1,2 | 1,3 | 1,6 | 0,5 | 0,0 | 1,0 | 8,0 | - | - | - |
| Mar | 105,4 | 2,9 | 1,7 | 1,1 | 1,3 | 1,6 | 0,2 | -0,3 | 1,0 | 7,7 | - | - | - |
| Abr | 105,1 | 2,6 | 1,6 | 1,2 | 1,2 | 1,5 | 0,8 | 0,6 | 0,9 | 6,6 | - | - | - |

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

1) Únicamente ventas interiores.

2) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

3) 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 deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

| | Deflatores del PIB | | | | | | | | Precios del petróleo (EUR por barril) | Precios de las materias primas no energéticas (EUR) | | | | | |
|-------------|--|-------|-----------------|--------------------|--------------------|---------------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|--|--|------------------------|-------------------------|--|------------------------|-------------------------|
| | Total (d.; índice: 2010 = 100) | Total | Demanda interna | | | | Exporta- ciones 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 alimen- tación | Total | Ali- men- tación | No alimen- tación |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 |
| % del total | | | | | | | | | | 100,0 | 45,4 | 54,6 | 100,0 | 50,4 | 49,6 |
| 2016 | 106,9 | 0,9 | 0,5 | 0,4 | 0,6 | 0,7 | -1,4 | -2,4 | 39,9 | -2,0 | -1,4 | -2,8 | -3,1 | -3,7 | -2,3 |
| 2017 | 108,0 | 1,1 | 1,5 | 1,3 | 1,5 | 1,5 | 1,9 | 3,0 | 48,1 | 5,8 | -3,5 | 16,6 | 6,7 | -1,6 | 17,8 |
| 2018 | 109,5 | 1,4 | 1,8 | 1,4 | 1,8 | 2,1 | 1,4 | 2,3 | 60,4 | -0,9 | -6,3 | 4,3 | -0,2 | -5,5 | 5,7 |
| 2018 II TR | 109,3 | 1,3 | 1,7 | 1,3 | 1,8 | 1,8 | 1,0 | 1,9 | 62,6 | 2,1 | -6,0 | 10,3 | 1,9 | -6,3 | 11,7 |
| III TR | 109,7 | 1,3 | 2,0 | 1,7 | 1,9 | 2,4 | 2,3 | 3,9 | 64,8 | 2,0 | -3,4 | 7,1 | 3,1 | -2,2 | 8,8 |
| IV TR | 110,2 | 1,5 | 2,0 | 1,7 | 1,8 | 2,5 | 1,8 | 2,9 | 59,5 | 1,9 | 0,1 | 3,6 | 2,3 | 0,2 | 4,4 |
| 2019 I TR | 110,6 | 1,6 | 1,9 | 1,5 | 1,9 | 2,4 | 1,3 | 2,0 | 55,6 | 3,2 | 3,7 | 2,8 | 3,9 | 5,2 | 2,7 |
| 2018 Dic | - | - | - | - | - | - | - | - | 49,8 | 1,5 | 2,0 | 1,1 | 2,2 | 2,4 | 2,1 |
| 2019 Ene | - | - | - | - | - | - | - | - | 51,9 | 1,2 | 3,9 | -1,1 | 1,5 | 3,8 | -0,7 |
| Feb | - | - | - | - | - | - | - | - | 56,5 | 4,1 | 4,9 | 3,5 | 4,4 | 5,6 | 3,3 |
| Mar | - | - | - | - | - | - | - | - | 58,8 | 4,3 | 2,4 | 6,0 | 5,9 | 6,3 | 5,5 |
| Abr | - | - | - | - | - | - | - | - | 63,4 | 2,2 | 1,6 | 2,8 | 4,4 | 7,7 | 1,0 |
| May | - | - | - | - | - | - | - | - | 63,1 | -4,1 | -3,0 | -5,0 | -2,2 | 2,7 | -7,1 |

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

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

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

4 Precios y costes

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

| | Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos 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 |
| 1999-15 | 4,2 | - | - | -3,6 | 32,0 | 56,7 | 56,3 | - | 49,7 |
| 2016 | -0,4 | 2,3 | 4,4 | -7,1 | 0,6 | 49,8 | 53,9 | 49,3 | 49,6 |
| 2017 | 9,2 | 5,1 | 6,9 | 2,5 | 12,7 | 64,6 | 56,3 | 55,1 | 51,6 |
| 2018 | 11,5 | 7,4 | 9,4 | 12,1 | 20,3 | 65,4 | 57,9 | 56,1 | 52,7 |
| 2018 II TR | 10,3 | 6,9 | 9,4 | 12,1 | 18,7 | 65,6 | 57,6 | 56,5 | 52,3 |
| III TR | 11,1 | 7,5 | 9,0 | 12,4 | 21,2 | 65,2 | 58,4 | 55,5 | 52,8 |
| IV TR | 11,9 | 8,5 | 10,0 | 13,0 | 23,9 | 62,6 | 58,4 | 54,5 | 52,7 |
| 2019 I TR | 8,9 | 8,2 | 10,4 | 11,4 | 20,4 | 53,9 | 57,7 | 53,0 | 53,1 |
| 2018 Dic | 13,0 | 9,2 | 11,1 | 13,6 | 23,1 | 59,1 | 57,9 | 54,1 | 52,5 |
| 2019 Ene | 10,7 | 8,8 | 11,5 | 12,9 | 19,2 | 55,7 | 58,3 | 53,8 | 53,2 |
| Feb | 9,0 | 8,1 | 9,2 | 12,4 | 20,4 | 53,9 | 58,1 | 52,7 | 52,7 |
| Mar | 6,9 | 7,8 | 10,4 | 8,9 | 21,5 | 52,3 | 56,8 | 52,3 | 53,3 |
| Abr | 5,2 | 8,3 | 10,1 | 7,8 | 15,6 | 52,7 | 57,7 | 51,4 | 53,1 |
| May | 5,3 | 6,9 | 8,4 | 6,7 | 22,6 | 51,2 | 57,5 | 51,6 | 51,6 |

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

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

| | Total (índice: 2012 = 100) | Total | Por componentes | | Por algunas ramas de actividad | | Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾ |
|------------------------|-------------------------------|-------|-----------------------|---|--------------------------------|--|--|
| | | | Sueldos y salarios | Cotizaciones sociales a cargo de la empresa | Economía de mercado | Principalmente, economía de no mercado | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| % del total en 2012 | 100,0 | 100,0 | 74,6 | 25,4 | 69,3 | 30,7 | |
| 2016 | 105,5 | 1,3 | 1,4 | 1,1 | 1,3 | 1,5 | 1,4 |
| 2017 | 107,4 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,9 | 1,6 | 1,5 |
| 2018 | 109,8 | 2,2 | 2,1 | 2,8 | 2,4 | 1,9 | 2,0 |
| 2018 II TR | 113,7 | 2,2 | 1,9 | 2,9 | 2,6 | 1,5 | 2,1 |
| III TR | 106,4 | 2,5 | 2,4 | 3,0 | 2,6 | 2,2 | 2,1 |
| IV TR | 116,6 | 2,3 | 2,4 | 2,4 | 2,2 | 2,5 | 2,2 |
| 2019 I 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 | | | | | | | | | |
|---|-------------------------------------|-------|---|---|-------------------|---|--------------------------------------|--|--|---|---|---|
| | 1 | 2 | Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca | Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías | Cons- trucción | Comercio, transporte y hostelería | Información y comuni- caciones | Activi- dades financie- ras y de seguros | Activi- dades inmo- biliarias | Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares | Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales | Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios |
| | | | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Costes laborales unitarios | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 105,3 | 0,7 | 1,3 | -1,2 | 0,6 | 1,1 | -0,6 | 1,5 | 3,5 | 0,7 | 1,5 | 2,0 |
| 2017 | 106,1 | 0,8 | -0,8 | -0,3 | -0,3 | 0,2 | 0,3 | -1,4 | 4,5 | 2,4 | 1,7 | 1,7 |
| 2018 | 108,1 | 1,9 | 0,6 | 2,2 | 0,9 | 1,4 | 0,8 | 0,0 | 3,9 | 2,4 | 2,2 | 2,4 |
| 2018 II TR | 107,6 | 1,6 | 0,0 | 1,5 | 0,7 | 1,1 | 0,1 | 0,1 | 3,6 | 2,4 | 2,1 | 2,5 |
| III TR | 108,5 | 2,3 | 1,9 | 2,9 | 1,7 | 2,0 | 1,6 | -0,3 | 4,1 | 2,9 | 2,4 | 2,8 |
| IV TR | 109,0 | 2,4 | 1,2 | 4,1 | 1,4 | 1,9 | 0,9 | 0,3 | 3,8 | 2,5 | 2,4 | 2,6 |
| 2019 I TR | 109,4 | 2,3 | 1,1 | 3,8 | 1,6 | 2,1 | 2,6 | -0,4 | 5,6 | 1,4 | 2,1 | 2,4 |
| Remuneración por asalariado | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 109,4 | 1,2 | 0,3 | 1,3 | 1,9 | 1,4 | 0,2 | 2,3 | 1,8 | 0,2 | 1,4 | 1,7 |
| 2017 | 111,1 | 1,6 | 1,4 | 1,4 | 1,1 | 1,7 | 1,6 | 0,2 | 3,6 | 3,2 | 1,5 | 1,5 |
| 2018 | 113,6 | 2,2 | 2,0 | 1,9 | 1,7 | 2,2 | 2,5 | 2,1 | 3,2 | 3,2 | 2,2 | 2,6 |
| 2018 II TR | 113,3 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | 1,5 | 2,2 | 2,8 | 2,1 | 2,5 | 3,1 | 2,1 | 1,8 |
| III TR | 114,2 | 2,5 | 2,1 | 2,3 | 2,4 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 3,5 | 3,4 | 2,3 | 3,3 |
| IV TR | 114,6 | 2,2 | 1,4 | 1,5 | 1,7 | 2,1 | 1,9 | 1,9 | 3,6 | 3,3 | 2,3 | 3,5 |
| 2019 I TR | 115,1 | 2,2 | 1,1 | 2,2 | 3,0 | 2,5 | 2,0 | 0,6 | 4,5 | 1,4 | 2,0 | 3,2 |
| Productividad del trabajo por persona ocupada | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 103,9 | 0,6 | -1,0 | 2,5 | 1,4 | 0,3 | 0,7 | 0,8 | -1,6 | -0,5 | -0,1 | -0,2 |
| 2017 | 104,7 | 0,8 | 2,2 | 1,7 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,6 | -0,8 | 0,8 | -0,2 | -0,2 |
| 2018 | 105,1 | 0,4 | 1,4 | -0,3 | 0,8 | 0,8 | 1,7 | 2,1 | -0,6 | 0,7 | 0,0 | 0,3 |
| 2018 II TR | 105,3 | 0,6 | 2,2 | 0,6 | 0,8 | 1,1 | 2,7 | 1,9 | -1,0 | 0,7 | 0,0 | -0,7 |
| III TR | 105,2 | 0,2 | 0,2 | -0,6 | 0,7 | 0,5 | 0,8 | 2,8 | -0,6 | 0,5 | -0,1 | 0,5 |
| IV TR | 105,1 | -0,2 | 0,2 | -2,4 | 0,3 | 0,2 | 0,9 | 1,6 | -0,2 | 0,9 | 0,0 | 0,9 |
| 2019 I TR | 105,2 | -0,1 | 0,0 | -1,6 | 1,4 | 0,4 | -0,6 | 1,1 | -1,1 | 0,0 | -0,1 | 0,8 |
| Remuneración por hora trabajada | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 110,9 | 1,0 | -0,4 | 1,1 | 1,9 | 0,9 | 0,1 | 2,0 | 1,5 | -0,1 | 1,4 | 1,6 |
| 2017 | 112,9 | 1,8 | 1,4 | 1,4 | 1,0 | 2,0 | 1,7 | 0,6 | 3,4 | 3,2 | 1,9 | 2,1 |
| 2018 | 115,2 | 2,0 | 1,5 | 1,8 | 1,2 | 2,3 | 2,3 | 2,0 | 2,7 | 2,8 | 2,0 | 2,1 |
| 2018 II TR | 114,4 | 1,8 | 0,6 | 2,0 | 0,8 | 2,1 | 2,1 | 1,6 | 2,0 | 2,3 | 1,7 | 0,6 |
| III TR | 115,1 | 2,1 | 1,9 | 2,1 | 1,6 | 2,1 | 2,1 | 2,3 | 2,6 | 2,6 | 2,1 | 2,0 |
| IV TR | 115,5 | 1,9 | 0,9 | 1,4 | 1,1 | 2,1 | 1,4 | 1,5 | 3,5 | 2,7 | 2,0 | 2,2 |
| 2019 I TR | 116,1 | 1,8 | -0,3 | 2,1 | 2,1 | 2,0 | 1,6 | 0,3 | 4,4 | 1,1 | 2,0 | 2,8 |
| Productividad del trabajo por hora | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 105,8 | 0,5 | -1,2 | 2,4 | 1,2 | 0,2 | 0,7 | 0,4 | -2,2 | -0,6 | 0,0 | -0,2 |
| 2017 | 107,0 | 1,2 | 2,8 | 1,8 | 1,4 | 1,9 | 1,6 | 2,1 | -1,0 | 1,1 | 0,3 | 0,5 |
| 2018 | 107,4 | 0,3 | 0,5 | -0,2 | 0,5 | 1,0 | 1,7 | 2,0 | -0,7 | 0,4 | -0,1 | 0,2 |
| 2018 II TR | 107,1 | 0,3 | 0,7 | 0,6 | 0,4 | 1,3 | 2,3 | 1,4 | -1,0 | 0,0 | -0,3 | -1,3 |
| III TR | 106,8 | -0,1 | -0,9 | -0,6 | -0,2 | 0,4 | 0,6 | 2,5 | -1,0 | -0,3 | -0,3 | -0,3 |
| IV TR | 106,8 | -0,4 | -0,5 | -2,5 | -0,1 | 0,2 | 0,7 | 1,1 | 0,1 | 0,3 | -0,3 | -0,1 |
| 2019 I TR | 106,9 | -0,5 | -1,3 | -1,7 | 0,2 | 0,1 | -0,8 | 0,7 | -0,9 | -0,3 | -0,1 | 0,4 |

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 | | | | | | | | | |
| | Efectivo en circulación | Depósitos a la vista | | Depósitos a plazo hasta 2 años | Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses | | Cesiones temporales | Participaciones en fondos del mercado monetario | Valores representativos de deuda hasta 2 años | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Saldos vivos | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1.075,3 | 6.082,8 | 7.158,1 | 1.330,6 | 2.221,0 | 3.551,5 | 10.709,7 | 69,6 | 523,1 | 86,6 | 679,2 | 11.388,9 |
| 2017 | 1.111,6 | 6.637,3 | 7.748,9 | 1.197,0 | 2.260,9 | 3.457,9 | 11.206,8 | 74,7 | 512,0 | 71,6 | 658,4 | 11.865,1 |
| 2018 | 1.162,7 | 7.121,0 | 8.283,7 | 1.125,7 | 2.294,1 | 3.419,9 | 11.703,5 | 74,6 | 523,3 | 73,1 | 670,9 | 12.374,5 |
| 2018 II TR | 1.133,6 | 6.892,0 | 8.025,6 | 1.178,1 | 2.270,5 | 3.448,6 | 11.474,2 | 73,7 | 507,8 | 65,5 | 647,1 | 12.121,3 |
| III TR | 1.150,6 | 7.009,8 | 8.160,3 | 1.126,6 | 2.284,6 | 3.411,2 | 11.571,5 | 71,4 | 495,4 | 60,4 | 627,3 | 12.198,8 |
| IV TR | 1.162,7 | 7.121,0 | 8.283,7 | 1.125,7 | 2.294,1 | 3.419,9 | 11.703,5 | 74,6 | 523,3 | 73,1 | 670,9 | 12.374,5 |
| 2019 I TR | 1.180,7 | 7.289,6 | 8.470,3 | 1.113,0 | 2.313,9 | 3.427,0 | 11.897,3 | 74,4 | 509,6 | 31,5 | 615,5 | 12.512,8 |
| 2018 Nov | 1.158,2 | 7.091,4 | 8.249,6 | 1.125,8 | 2.294,9 | 3.420,8 | 11.670,4 | 73,8 | 503,5 | 59,1 | 636,3 | 12.306,7 |
| Dic | 1.162,7 | 7.121,0 | 8.283,7 | 1.125,7 | 2.294,1 | 3.419,9 | 11.703,5 | 74,6 | 523,3 | 73,1 | 670,9 | 12.374,5 |
| 2019 Ene | 1.167,7 | 7.126,3 | 8.293,9 | 1.123,7 | 2.298,6 | 3.422,4 | 11.716,3 | 74,9 | 508,5 | 63,5 | 646,9 | 12.363,2 |
| Feb | 1.172,8 | 7.194,3 | 8.367,1 | 1.125,1 | 2.304,7 | 3.429,8 | 11.796,8 | 70,7 | 505,1 | 57,6 | 633,4 | 12.430,2 |
| Mar | 1.180,7 | 7.289,6 | 8.470,3 | 1.113,0 | 2.313,9 | 3.427,0 | 11.897,3 | 74,4 | 509,6 | 31,5 | 615,5 | 12.512,8 |
| Abr ^(p) | 1.182,2 | 7.309,6 | 8.491,8 | 1.125,2 | 2.326,8 | 3.452,0 | 11.943,8 | 73,9 | 510,5 | 37,6 | 622,0 | 12.565,8 |
| Operaciones | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 38,1 | 541,7 | 579,8 | -106,1 | 16,1 | -90,0 | 489,8 | -4,3 | 34,3 | 18,3 | 48,3 | 538,0 |
| 2017 | 36,4 | 591,8 | 628,1 | -110,5 | 34,3 | -76,2 | 551,9 | 6,6 | -10,9 | -18,4 | -22,7 | 529,2 |
| 2018 | 50,0 | 464,3 | 514,3 | -74,0 | 45,0 | -29,0 | 485,3 | -3,5 | 11,3 | -2,3 | 5,5 | 490,8 |
| 2018 II TR | 16,6 | 137,7 | 154,4 | 4,8 | 9,9 | 14,7 | 169,0 | -0,9 | -3,2 | 2,3 | -1,8 | 167,2 |
| III TR | 16,0 | 116,1 | 132,1 | -51,8 | 14,1 | -37,7 | 94,4 | -2,4 | -12,6 | -4,8 | -19,7 | 74,7 |
| IV TR | 12,1 | 107,7 | 119,8 | -2,2 | 13,4 | 11,2 | 131,0 | 2,9 | 27,7 | 9,3 | 39,8 | 170,8 |
| 2019 I TR | 18,1 | 166,0 | 184,1 | -15,0 | 20,3 | 5,3 | 189,3 | -0,5 | -16,8 | -38,3 | -55,5 | 133,8 |
| 2018 Nov | 3,8 | 47,8 | 51,5 | -11,8 | 4,8 | -7,0 | 44,5 | 1,8 | -2,2 | -0,8 | -1,2 | 43,3 |
| Dic | 4,5 | 28,6 | 33,0 | 0,4 | 3,1 | 3,5 | 36,6 | 0,9 | 19,6 | 12,5 | 32,9 | 69,5 |
| 2019 Ene | 5,0 | 8,6 | 13,6 | -2,2 | 5,1 | 2,8 | 16,5 | 0,3 | -15,7 | -9,3 | -24,7 | -8,2 |
| Feb | 5,1 | 66,4 | 71,5 | 0,7 | 6,0 | 6,7 | 78,2 | -4,3 | -3,5 | -5,0 | -12,8 | 65,4 |
| Mar | 8,0 | 90,9 | 98,9 | -13,5 | 9,2 | -4,2 | 94,7 | 3,5 | 2,5 | -24,0 | -18,0 | 76,7 |
| Abr ^(p) | 1,4 | 24,7 | 26,1 | 11,8 | 8,3 | 20,1 | 46,1 | -0,5 | 2,7 | 5,4 | 7,7 | 53,9 |
| Tasas de crecimiento | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 3,7 | 9,7 | 8,8 | -7,4 | 0,7 | -2,5 | 4,8 | -5,8 | 7,0 | 26,1 | 7,6 | 5,0 |
| 2017 | 3,4 | 9,8 | 8,8 | -8,4 | 1,5 | -2,1 | 5,2 | 9,5 | -2,1 | -21,4 | -3,3 | 4,7 |
| 2018 | 4,5 | 7,0 | 6,6 | -6,2 | 2,0 | -0,8 | 4,3 | -4,6 | 2,2 | -3,4 | 0,8 | 4,1 |
| 2018 II TR | 3,5 | 8,1 | 7,4 | -5,5 | 1,7 | -0,9 | 4,7 | 5,3 | -1,4 | -16,3 | -2,4 | 4,3 |
| III TR | 4,1 | 7,3 | 6,9 | -7,4 | 1,8 | -1,4 | 4,3 | 2,0 | -6,7 | -26,1 | -8,1 | 3,6 |
| IV TR | 4,5 | 7,0 | 6,6 | -6,2 | 2,0 | -0,8 | 4,3 | -4,6 | 2,2 | -3,4 | 0,8 | 4,1 |
| 2019 I TR | 5,6 | 7,8 | 7,5 | -5,5 | 2,6 | -0,2 | 5,2 | -1,1 | -1,0 | -48,7 | -5,7 | 4,6 |
| 2018 Nov | 4,3 | 7,1 | 6,7 | -6,7 | 2,0 | -1,0 | 4,3 | -8,2 | -3,1 | -22,0 | -5,8 | 3,7 |
| Dic | 4,5 | 7,0 | 6,6 | -6,2 | 2,0 | -0,8 | 4,3 | -4,6 | 2,2 | -3,4 | 0,8 | 4,1 |
| 2019 Ene | 4,7 | 6,4 | 6,2 | -6,3 | 2,0 | -0,8 | 4,0 | -4,0 | -1,7 | 3,7 | -1,5 | 3,7 |
| Feb | 5,0 | 6,9 | 6,6 | -4,9 | 2,2 | -0,2 | 4,5 | -7,1 | -1,0 | -4,7 | -2,1 | 4,2 |
| Mar | 5,6 | 7,8 | 7,5 | -5,5 | 2,6 | -0,2 | 5,2 | -1,1 | -1,0 | -48,7 | -5,7 | 4,6 |
| Abr ^(p) | 5,2 | 7,8 | 7,4 | -3,9 | 2,7 | 0,5 | 5,3 | -4,6 | -0,5 | -46,2 | -5,9 | 4,7 |

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 | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 2.093,2 | 1.630,3 | 295,1 | 159,6 | 8,2 | 6.055,5 | 3.402,3 | 644,9 | 2.006,3 | 2,1 | 972,0 | 199,5 | 383,8 |
| 2017 | 2.237,7 | 1.794,2 | 285,7 | 148,8 | 9,1 | 6.316,5 | 3.702,0 | 562,0 | 2.051,9 | 0,7 | 998,6 | 204,4 | 412,6 |
| 2018 | 2.336,5 | 1.902,7 | 278,4 | 147,5 | 7,8 | 6.642,9 | 4.038,5 | 517,3 | 2.086,0 | 1,2 | 1.004,6 | 200,2 | 431,2 |
| 2018 II TR | 2.283,5 | 1.850,8 | 277,7 | 148,0 | 7,0 | 6.469,7 | 3.870,8 | 535,3 | 2.062,5 | 1,1 | 1.014,3 | 220,1 | 426,7 |
| III TR | 2.309,7 | 1.886,3 | 267,9 | 148,7 | 6,8 | 6.545,8 | 3.946,3 | 524,6 | 2.073,8 | 1,1 | 986,4 | 212,2 | 438,3 |
| IV TR | 2.336,5 | 1.902,7 | 278,4 | 147,5 | 7,8 | 6.642,9 | 4.038,5 | 517,3 | 2.086,0 | 1,2 | 1.004,6 | 200,2 | 431,2 |
| 2019 I TR | 2.384,6 | 1.960,5 | 269,6 | 147,9 | 6,6 | 6.753,7 | 4.130,7 | 515,0 | 2.106,7 | 1,3 | 977,1 | 213,3 | 462,3 |
| 2018 Nov | 2.322,1 | 1.890,4 | 275,4 | 148,1 | 8,1 | 6.607,9 | 4.004,3 | 517,8 | 2.084,6 | 1,2 | 1.003,7 | 208,3 | 443,9 |
| Dic | 2.336,5 | 1.902,7 | 278,4 | 147,5 | 7,8 | 6.642,9 | 4.038,5 | 517,3 | 2.086,0 | 1,2 | 1.004,6 | 200,2 | 431,2 |
| 2019 Ene | 2.325,3 | 1.898,9 | 271,4 | 147,3 | 7,7 | 6.678,2 | 4.068,2 | 517,3 | 2.091,1 | 1,7 | 977,9 | 204,0 | 438,1 |
| Feb | 2.348,4 | 1.918,9 | 275,8 | 147,0 | 6,7 | 6.723,6 | 4.107,3 | 516,9 | 2.097,8 | 1,5 | 964,6 | 206,0 | 452,1 |
| Mar | 2.384,6 | 1.960,5 | 269,6 | 147,9 | 6,6 | 6.753,7 | 4.130,7 | 515,0 | 2.106,7 | 1,3 | 977,1 | 213,3 | 462,3 |
| Abr ^(p) | 2.391,9 | 1.964,6 | 270,7 | 148,6 | 7,9 | 6.789,4 | 4.156,1 | 513,6 | 2.118,1 | 1,7 | 982,3 | 211,8 | 460,1 |
| Operaciones | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 131,8 | 156,6 | -25,2 | 0,3 | 0,1 | 300,7 | 334,2 | -46,5 | 13,9 | -0,9 | 24,2 | -28,4 | 19,1 |
| 2017 | 178,5 | 181,4 | -3,1 | -0,8 | 1,0 | 255,5 | 304,9 | -81,6 | 33,5 | -1,3 | 55,1 | 6,3 | 26,9 |
| 2018 | 94,9 | 106,7 | -9,3 | -1,1 | -1,4 | 325,7 | 324,5 | -45,1 | 45,9 | 0,5 | -1,9 | -4,9 | 17,8 |
| 2018 II TR | 29,2 | 29,2 | 1,1 | -0,4 | -0,7 | 83,3 | 81,7 | -8,9 | 11,0 | -0,5 | 20,2 | 8,9 | 10,0 |
| III TR | 25,9 | 35,4 | -9,9 | 0,6 | -0,2 | 76,0 | 75,5 | -10,7 | 11,3 | 0,0 | -29,2 | -8,0 | 11,4 |
| IV TR | 27,3 | 16,6 | 10,5 | -0,7 | 0,9 | 96,6 | 88,3 | -7,5 | 15,7 | 0,1 | 17,2 | -12,5 | -6,8 |
| 2019 I TR | 50,1 | 59,5 | -9,0 | 0,8 | -1,2 | 109,6 | 91,5 | -2,7 | 20,7 | 0,1 | -31,8 | 12,4 | 30,4 |
| 2018 Nov | 7,0 | 0,2 | 5,0 | -0,3 | 2,2 | 23,1 | 20,9 | -3,0 | 5,2 | 0,0 | 9,0 | -0,4 | 3,8 |
| Dic | 16,4 | 13,9 | 3,4 | -0,6 | -0,3 | 35,5 | 30,6 | -0,4 | 5,2 | 0,0 | 1,8 | -8,1 | -12,6 |
| 2019 Ene | -6,5 | -0,2 | -6,7 | 0,4 | -0,1 | 35,3 | 29,6 | 0,0 | 5,2 | 0,5 | -27,1 | 3,4 | 6,8 |
| Feb | 22,5 | 19,6 | 4,4 | -0,3 | -1,1 | 44,9 | 39,0 | -0,5 | 6,6 | -0,1 | -14,3 | 2,1 | 13,7 |
| Mar | 34,2 | 40,1 | -6,6 | 0,8 | -0,1 | 29,5 | 22,9 | -2,2 | 8,9 | -0,3 | 9,7 | 7,0 | 9,9 |
| Abr ^(p) | 7,3 | 4,2 | 1,1 | 0,8 | 1,3 | 35,0 | 29,7 | -1,8 | 6,8 | 0,4 | 5,6 | -1,5 | -2,2 |
| Tasas de crecimiento | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 6,8 | 10,4 | -7,9 | 0,3 | 1,4 | 5,2 | 10,9 | -6,7 | 0,7 | -29,3 | 2,5 | -12,5 | 5,2 |
| 2017 | 8,5 | 11,2 | -1,1 | -0,5 | 12,5 | 4,2 | 9,0 | -12,7 | 1,7 | -65,5 | 5,7 | 3,2 | 7,0 |
| 2018 | 4,2 | 5,9 | -3,3 | -0,7 | -16,0 | 5,2 | 8,7 | -8,0 | 2,2 | 65,1 | -0,2 | -2,4 | 4,3 |
| 2018 II TR | 5,1 | 7,3 | -5,5 | -0,3 | 7,0 | 4,4 | 8,5 | -10,8 | 1,7 | -53,9 | 5,7 | 12,8 | 5,6 |
| III TR | 4,8 | 7,0 | -6,8 | 0,3 | 27,4 | 4,5 | 8,4 | -10,0 | 1,9 | -45,8 | 1,0 | 5,2 | 4,8 |
| IV TR | 4,2 | 5,9 | -3,3 | -0,7 | -16,0 | 5,2 | 8,7 | -8,0 | 2,2 | 65,1 | -0,2 | -2,4 | 4,3 |
| 2019 I TR | 5,9 | 7,7 | -2,7 | 0,2 | -15,7 | 5,7 | 8,9 | -5,5 | 2,9 | -18,1 | -2,4 | 0,4 | 10,8 |
| 2018 Nov | 4,0 | 5,6 | -3,5 | -0,3 | -1,2 | 4,8 | 8,5 | -9,0 | 2,1 | -42,4 | 0,3 | 1,5 | 6,8 |
| Dic | 4,2 | 5,9 | -3,3 | -0,7 | -16,0 | 5,2 | 8,7 | -8,0 | 2,2 | 65,1 | -0,2 | -2,4 | 4,3 |
| 2019 Ene | 2,6 | 4,5 | -7,0 | -0,1 | -23,1 | 5,3 | 8,8 | -7,1 | 2,3 | -6,4 | -1,7 | -1,4 | 5,3 |
| Feb | 4,4 | 6,0 | -2,8 | -0,1 | -25,7 | 5,6 | 8,9 | -6,0 | 2,5 | -13,6 | -3,7 | -1,3 | 8,4 |
| Mar | 5,9 | 7,7 | -2,7 | 0,2 | -15,7 | 5,7 | 8,9 | -5,5 | 2,9 | -18,1 | -2,4 | 0,4 | 10,8 |
| Abr ^(p) | 5,8 | 7,2 | -1,0 | 1,5 | 0,9 | 5,8 | 8,9 | -5,2 | 2,9 | 1,3 | 0,0 | -0,5 | 9,5 |

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 | | | |
| | | | | | | | | | | | | Préstamos ajustados ²⁾ |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| Saldos vivos | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 4.389,3 | 1.084,0 | 3.292,1 | 12.881,4 | 10.711,1 | 10.982,1 | 4.311,4 | 5.449,3 | 836,7 | 113,5 | 1.387,4 | 782,9 |
| 2017 | 4.625,9 | 1.033,3 | 3.578,7 | 13.116,4 | 10.874,1 | 11.167,4 | 4.325,4 | 5.600,0 | 839,1 | 109,6 | 1.442,4 | 799,8 |
| 2018 | 4.687,0 | 1.007,4 | 3.668,2 | 13.418,0 | 11.127,0 | 11.483,8 | 4.408,8 | 5.741,5 | 848,8 | 127,9 | 1.520,0 | 771,0 |
| 2018 II TR | 4.602,9 | 1.017,7 | 3.571,0 | 13.276,2 | 10.990,8 | 11.324,3 | 4.357,5 | 5.660,3 | 853,2 | 119,8 | 1.496,6 | 788,7 |
| III TR | 4.627,4 | 1.003,5 | 3.609,9 | 13.363,1 | 11.064,5 | 11.394,1 | 4.396,2 | 5.702,0 | 841,9 | 124,4 | 1.513,8 | 784,8 |
| IV TR | 4.687,0 | 1.007,4 | 3.668,2 | 13.418,0 | 11.127,0 | 11.483,8 | 4.408,8 | 5.741,5 | 848,8 | 127,9 | 1.520,0 | 771,0 |
| 2019 I TR | 4.662,8 | 1.001,3 | 3.650,1 | 13.526,9 | 11.196,1 | 11.546,6 | 4.422,4 | 5.788,2 | 854,2 | 131,4 | 1.527,4 | 803,3 |
| 2018 Nov | 4.612,6 | 1.003,4 | 3.594,3 | 13.411,9 | 11.112,4 | 11.442,1 | 4.421,2 | 5.731,8 | 838,7 | 120,7 | 1.516,8 | 782,8 |
| Dic | 4.687,0 | 1.007,4 | 3.668,2 | 13.418,0 | 11.127,0 | 11.483,8 | 4.408,8 | 5.741,5 | 848,8 | 127,9 | 1.520,0 | 771,0 |
| 2019 Ene | 4.685,8 | 1.006,7 | 3.667,7 | 13.452,1 | 11.156,4 | 11.498,5 | 4.409,0 | 5.758,7 | 861,0 | 127,7 | 1.523,0 | 772,7 |
| Feb | 4.684,7 | 1.000,8 | 3.672,0 | 13.502,1 | 11.179,3 | 11.525,9 | 4.425,1 | 5.770,4 | 857,4 | 126,3 | 1.533,1 | 789,8 |
| Mar | 4.662,8 | 1.001,3 | 3.650,1 | 13.526,9 | 11.196,1 | 11.546,6 | 4.422,4 | 5.788,2 | 854,2 | 131,4 | 1.527,4 | 803,3 |
| Abr ^(p) | 4.639,6 | 998,2 | 3.629,9 | 13.570,2 | 11.233,9 | 11.588,7 | 4.442,3 | 5.801,9 | 863,9 | 125,7 | 1.523,5 | 812,8 |
| Operaciones | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 485,9 | -34,5 | 520,3 | 319,7 | 235,8 | 259,9 | 82,5 | 121,1 | 43,2 | -11,0 | 80,3 | 3,6 |
| 2017 | 289,7 | -43,2 | 332,3 | 361,8 | 273,9 | 314,7 | 82,7 | 173,7 | 21,1 | -3,5 | 64,3 | 23,6 |
| 2018 | 92,4 | -28,4 | 120,8 | 372,6 | 304,7 | 377,3 | 124,0 | 166,2 | -3,6 | 18,1 | 89,4 | -21,4 |
| 2018 II TR | 34,7 | -6,0 | 40,3 | 85,6 | 55,5 | 104,0 | 17,1 | 34,9 | -3,5 | 6,9 | 29,7 | 0,4 |
| III TR | 48,0 | -16,2 | 64,5 | 105,3 | 91,0 | 88,0 | 48,7 | 49,9 | -12,1 | 4,5 | 18,6 | -4,2 |
| IV TR | 40,7 | 3,9 | 36,8 | 65,9 | 60,1 | 91,5 | 16,5 | 42,0 | -1,8 | 3,4 | 13,6 | -7,7 |
| 2019 I TR | -40,4 | -6,8 | -33,6 | 107,5 | 82,9 | 78,4 | 25,0 | 50,1 | 6,0 | 1,8 | -1,5 | 26,0 |
| 2018 Nov | -8,3 | 2,8 | -12,1 | 27,4 | 30,3 | 32,8 | 22,6 | 18,3 | -10,6 | 0,0 | -6,0 | 3,2 |
| Dic | 57,9 | 4,1 | 54,8 | 6,5 | 8,4 | 38,9 | -12,8 | 8,8 | 5,1 | 7,2 | 7,5 | -9,3 |
| 2019 Ene | -12,5 | -2,3 | -10,2 | 34,8 | 35,0 | 18,7 | 4,3 | 18,4 | 12,4 | -0,2 | 0,1 | -0,3 |
| Feb | 10,9 | -4,8 | 15,3 | 46,2 | 24,8 | 32,1 | 17,5 | 12,9 | -4,1 | -1,4 | 7,1 | 14,3 |
| Mar | -38,8 | 0,4 | -38,7 | 26,4 | 23,1 | 27,6 | 3,2 | 18,8 | -2,4 | 3,5 | -8,7 | 12,0 |
| Abr ^(p) | -22,6 | -3,2 | -19,5 | 40,1 | 41,5 | 48,7 | 24,6 | 14,0 | 8,6 | -5,7 | -6,4 | 5,0 |
| Tasas de crecimiento | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 12,4 | -3,1 | 18,7 | 2,5 | 2,3 | 2,4 | 1,9 | 2,3 | 5,5 | -8,9 | 6,1 | 0,5 |
| 2017 | 6,6 | -4,0 | 10,2 | 2,8 | 2,6 | 2,9 | 1,9 | 3,2 | 2,5 | -3,1 | 4,6 | 3,0 |
| 2018 | 2,0 | -2,7 | 3,4 | 2,8 | 2,8 | 3,4 | 2,9 | 3,0 | -0,4 | 16,5 | 6,2 | -2,7 |
| 2018 II TR | 4,0 | -3,9 | 6,5 | 2,8 | 2,9 | 3,5 | 2,6 | 3,0 | 3,0 | 6,9 | 4,8 | -1,4 |
| III TR | 3,1 | -4,4 | 5,3 | 3,0 | 3,0 | 3,4 | 3,2 | 3,1 | -0,4 | 11,7 | 5,9 | -1,1 |
| IV TR | 2,0 | -2,7 | 3,4 | 2,8 | 2,8 | 3,4 | 2,9 | 3,0 | -0,4 | 16,5 | 6,2 | -2,7 |
| 2019 I TR | 1,8 | -2,4 | 3,1 | 2,8 | 2,6 | 3,2 | 2,5 | 3,1 | -1,3 | 14,8 | 4,1 | 1,9 |
| 2018 Nov | 2,1 | -3,8 | 3,8 | 2,9 | 2,8 | 3,2 | 3,1 | 3,2 | -1,9 | 5,2 | 6,6 | -1,8 |
| Dic | 2,0 | -2,7 | 3,4 | 2,8 | 2,8 | 3,4 | 2,9 | 3,0 | -0,4 | 16,5 | 6,2 | -2,7 |
| 2019 Ene | 2,4 | -2,9 | 3,9 | 2,5 | 2,5 | 3,0 | 2,3 | 3,2 | -1,8 | 13,0 | 5,3 | -2,6 |
| Feb | 2,5 | -2,6 | 4,0 | 2,8 | 2,7 | 3,3 | 2,6 | 3,2 | -1,4 | 10,6 | 5,3 | -0,3 |
| Mar | 1,8 | -2,4 | 3,1 | 2,8 | 2,6 | 3,2 | 2,5 | 3,1 | -1,3 | 14,8 | 4,1 | 1,9 |
| Abr ^(p) | 1,3 | -2,7 | 2,5 | 2,7 | 2,8 | 3,4 | 2,7 | 3,2 | 0,6 | 5,4 | 2,6 | 1,2 |

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 noional 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 | Otras finalidades |
| | Préstamos ajustados ⁴⁾ | | | | | Préstamos ajustados ⁴⁾ | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Saldos vivos | | | | | | | | | | |
| 2016 | 4.311,4 | 4.309,1 | 1.013,3 | 795,7 | 2.502,4 | 5.449,3 | 5.728,7 | 615,9 | 4.084,1 | 749,3 |
| 2017 | 4.325,4 | 4.360,1 | 987,3 | 820,2 | 2.517,9 | 5.600,0 | 5.866,6 | 654,4 | 4.217,0 | 728,6 |
| 2018 | 4.408,8 | 4.493,1 | 995,7 | 844,3 | 2.568,7 | 5.741,5 | 6.023,3 | 683,5 | 4.353,9 | 704,1 |
| 2018 II TR | 4.357,5 | 4.420,5 | 985,7 | 828,1 | 2.543,7 | 5.660,3 | 5.941,0 | 670,1 | 4.273,3 | 716,9 |
| III TR | 4.396,2 | 4.459,8 | 999,7 | 836,2 | 2.560,4 | 5.702,0 | 5.979,1 | 678,6 | 4.311,7 | 711,7 |
| IV TR | 4.408,8 | 4.493,1 | 995,7 | 844,3 | 2.568,7 | 5.741,5 | 6.023,3 | 683,5 | 4.353,9 | 704,1 |
| 2019 I TR | 4.422,4 | 4.507,6 | 980,0 | 852,1 | 2.590,3 | 5.788,2 | 6.065,6 | 694,2 | 4.392,0 | 702,0 |
| 2018 Nov | 4.421,2 | 4.482,7 | 989,2 | 850,9 | 2.581,0 | 5.731,8 | 6.010,5 | 685,6 | 4.336,4 | 709,8 |
| Dic | 4.408,8 | 4.493,1 | 995,7 | 844,3 | 2.568,7 | 5.741,5 | 6.023,3 | 683,5 | 4.353,9 | 704,1 |
| 2019 Ene | 4.409,0 | 4.488,9 | 980,0 | 846,5 | 2.582,6 | 5.758,7 | 6.037,2 | 687,5 | 4.367,2 | 703,9 |
| Feb | 4.425,1 | 4.504,8 | 980,5 | 851,2 | 2.593,4 | 5.770,4 | 6.051,7 | 690,7 | 4.375,6 | 704,1 |
| Mar | 4.422,4 | 4.507,6 | 980,0 | 852,1 | 2.590,3 | 5.788,2 | 6.065,6 | 694,2 | 4.392,0 | 702,0 |
| Abr ^(p) | 4.442,3 | 4.524,4 | 986,1 | 858,3 | 2.597,9 | 5.801,9 | 6.084,4 | 695,3 | 4.405,2 | 701,4 |
| Operaciones | | | | | | | | | | |
| 2016 | 82,5 | 100,4 | -14,7 | 43,2 | 54,0 | 121,1 | 113,8 | 24,1 | 105,4 | -8,4 |
| 2017 | 82,7 | 131,7 | -0,3 | 38,0 | 45,0 | 173,7 | 165,5 | 45,1 | 134,3 | -5,8 |
| 2018 | 124,0 | 174,9 | 19,6 | 33,5 | 70,8 | 166,2 | 188,6 | 39,6 | 136,4 | -9,8 |
| 2018 II TR | 17,1 | 48,1 | -12,1 | 10,3 | 18,9 | 34,9 | 44,3 | 10,4 | 29,1 | -4,6 |
| III TR | 48,7 | 47,8 | 16,4 | 9,7 | 22,6 | 49,9 | 48,6 | 10,3 | 40,5 | -0,9 |
| IV TR | 16,5 | 39,8 | -2,3 | 7,4 | 11,3 | 42,0 | 50,8 | 7,7 | 39,2 | -4,9 |
| 2019 I TR | 25,0 | 23,4 | -14,4 | 10,3 | 29,1 | 50,1 | 49,0 | 11,5 | 38,9 | -0,3 |
| 2018 Nov | 22,6 | 23,0 | 5,7 | 8,3 | 8,6 | 18,3 | 18,2 | 4,2 | 14,1 | 0,0 |
| Dic | -12,8 | 12,7 | 8,3 | -9,2 | -12,0 | 8,8 | 14,1 | 0,1 | 13,1 | -4,4 |
| 2019 Ene | 4,3 | -2,1 | -13,8 | 2,5 | 15,6 | 18,4 | 15,3 | 4,4 | 13,8 | 0,2 |
| Feb | 17,5 | 17,2 | 0,7 | 5,4 | 11,4 | 12,9 | 17,5 | 3,3 | 9,1 | 0,5 |
| Mar | 3,2 | 8,2 | -1,2 | 2,4 | 2,1 | 18,8 | 16,1 | 3,8 | 16,0 | -1,0 |
| Abr ^(p) | 24,6 | 23,8 | 7,5 | 6,7 | 10,4 | 14,0 | 19,4 | 2,8 | 10,5 | 0,8 |
| Tasas de crecimiento | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,9 | 2,4 | -1,4 | 5,7 | 2,2 | 2,3 | 2,0 | 4,1 | 2,7 | -1,1 |
| 2017 | 1,9 | 3,1 | 0,0 | 4,8 | 1,8 | 3,2 | 2,9 | 7,3 | 3,3 | -0,8 |
| 2018 | 2,9 | 4,0 | 2,0 | 4,1 | 2,8 | 3,0 | 3,2 | 6,1 | 3,2 | -1,4 |
| 2018 II TR | 2,6 | 4,1 | 1,4 | 5,5 | 2,2 | 3,0 | 2,9 | 7,2 | 3,1 | -1,2 |
| III TR | 3,2 | 4,3 | 3,3 | 4,6 | 2,8 | 3,1 | 3,1 | 6,9 | 3,2 | -0,9 |
| IV TR | 2,9 | 4,0 | 2,0 | 4,1 | 2,8 | 3,0 | 3,2 | 6,1 | 3,2 | -1,4 |
| 2019 I TR | 2,5 | 3,6 | -1,2 | 4,6 | 3,3 | 3,1 | 3,3 | 6,0 | 3,5 | -1,5 |
| 2018 Nov | 3,1 | 4,0 | 1,4 | 5,3 | 3,0 | 3,2 | 3,3 | 6,7 | 3,3 | -0,9 |
| Dic | 2,9 | 4,0 | 2,0 | 4,1 | 2,8 | 3,0 | 3,2 | 6,1 | 3,2 | -1,4 |
| 2019 Ene | 2,3 | 3,4 | -0,4 | 3,6 | 2,9 | 3,2 | 3,2 | 6,1 | 3,5 | -1,2 |
| Feb | 2,6 | 3,8 | 0,1 | 4,5 | 3,0 | 3,2 | 3,3 | 6,0 | 3,5 | -1,2 |
| Mar | 2,5 | 3,6 | -1,2 | 4,6 | 3,3 | 3,1 | 3,3 | 6,0 | 3,5 | -1,5 |
| Abr ^(p) | 2,7 | 3,9 | -0,8 | 5,2 | 3,3 | 3,2 | 3,4 | 5,8 | 3,5 | -1,2 |

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

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

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

| | Pasivos de las IFM | | | | | | Activos de las IFM | | | |
|----------------------|--|---|-----------------------------------|---|--|--------------------|--------------------------|-------|---|--|
| | Tenencias de la Administración Central ²⁾ | Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro | | | | | Activos exteriores netos | Otros | | |
| | | Total | Depósitos a plazo a más de 2 años | Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses | Valores representativos de deuda a más de 2 años | Capital y reservas | | Total | Cesiones temporales con entidades de contra-partida central ³⁾ | Adquisiciones temporales con entidades de contra-partida central ³⁾ |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Saldos vivos | | | | | | | | | | |
| 2016 | 307,7 | 6.955,9 | 2.089,5 | 70,9 | 2.145,9 | 2.649,6 | 1.124,8 | 257,0 | 205,9 | 121,6 |
| 2017 | 343,9 | 6.768,4 | 1.968,3 | 59,7 | 2.014,1 | 2.726,2 | 935,5 | 299,8 | 143,5 | 92,5 |
| 2018 | 378,9 | 6.808,4 | 1.941,4 | 56,0 | 2.090,6 | 2.720,4 | 1.028,6 | 428,0 | 187,0 | 194,9 |
| 2018 II TR | 330,7 | 6.708,6 | 1.950,7 | 58,4 | 2.025,6 | 2.673,9 | 858,8 | 422,8 | 174,1 | 183,8 |
| III TR | 403,7 | 6.693,6 | 1.934,8 | 56,9 | 2.048,5 | 2.653,5 | 881,1 | 424,5 | 177,3 | 183,0 |
| IV TR | 378,9 | 6.808,4 | 1.941,4 | 56,0 | 2.090,6 | 2.720,4 | 1.028,6 | 428,0 | 187,0 | 194,9 |
| 2019 I TR | 367,8 | 6.903,7 | 1.937,7 | 55,6 | 2.145,7 | 2.764,6 | 1.175,7 | 418,9 | 199,0 | 212,3 |
| 2018 Nov | 390,6 | 6.784,9 | 1.929,9 | 55,8 | 2.098,7 | 2.700,5 | 1.039,3 | 418,4 | 196,1 | 204,4 |
| Dic | 378,9 | 6.808,4 | 1.941,4 | 56,0 | 2.090,6 | 2.720,4 | 1.028,6 | 428,0 | 187,0 | 194,9 |
| 2019 Ene | 377,3 | 6.855,5 | 1.939,7 | 55,6 | 2.111,2 | 2.749,0 | 1.066,0 | 392,1 | 199,0 | 208,4 |
| Feb | 408,9 | 6.874,1 | 1.936,6 | 55,6 | 2.141,4 | 2.740,5 | 1.110,2 | 416,2 | 198,1 | 210,5 |
| Mar | 367,8 | 6.903,7 | 1.937,7 | 55,6 | 2.145,7 | 2.764,6 | 1.175,7 | 418,9 | 199,0 | 212,3 |
| Abr ^(p) | 362,3 | 6.887,5 | 1.933,5 | 56,0 | 2.129,4 | 2.768,6 | 1.189,0 | 416,9 | 218,5 | 232,1 |
| Operaciones | | | | | | | | | | |
| 2016 | 22,0 | -122,9 | -71,3 | -8,6 | -118,7 | 75,7 | -278,3 | -90,2 | 12,8 | -12,0 |
| 2017 | 39,1 | -74,9 | -83,7 | -6,6 | -72,0 | 87,4 | -92,5 | -65,6 | -60,9 | -27,6 |
| 2018 | 39,0 | 44,7 | -37,8 | -4,9 | 17,0 | 70,4 | 64,6 | 44,9 | 21,8 | 24,2 |
| 2018 II TR | -10,4 | -10,0 | -4,8 | -1,1 | -15,0 | 11,0 | -62,2 | 88,7 | 16,4 | 19,4 |
| III TR | 76,4 | 29,8 | -16,2 | -1,5 | 19,2 | 28,4 | 38,9 | -11,3 | 3,2 | -0,8 |
| IV TR | -24,1 | 16,0 | -0,4 | -0,9 | 3,4 | 13,9 | 34,7 | 21,4 | 9,7 | 11,9 |
| 2019 I TR | -11,1 | 51,2 | -10,7 | -0,3 | 45,2 | 17,0 | 111,7 | -4,9 | 2,7 | 5,5 |
| 2018 Nov | -7,9 | -4,5 | -6,1 | -0,9 | -2,3 | 4,7 | 48,8 | -37,1 | 29,0 | 30,0 |
| Dic | -10,9 | 6,3 | 5,7 | 0,2 | 1,2 | -0,8 | -27,6 | 28,2 | -9,1 | -9,5 |
| 2019 Ene | -1,6 | 20,1 | -6,0 | -0,4 | 20,5 | 5,9 | 20,6 | -32,6 | 12,0 | 13,5 |
| Feb | 31,5 | 21,0 | -3,2 | 0,0 | 26,3 | -2,2 | 42,0 | 18,7 | -0,9 | 2,1 |
| Mar | -41,0 | 10,2 | -1,5 | 0,0 | -1,6 | 13,2 | 49,2 | 9,0 | -8,4 | -10,2 |
| Abr ^(p) | -5,5 | -11,1 | -3,6 | 0,4 | -15,4 | 7,6 | 19,8 | 0,0 | 19,5 | 19,8 |
| Tasas de crecimiento | | | | | | | | | | |
| 2016 | 7,8 | -1,7 | -3,4 | -10,9 | -5,3 | 2,9 | - | - | 6,3 | -9,0 |
| 2017 | 12,6 | -1,1 | -4,0 | -9,7 | -3,4 | 3,3 | - | - | -29,7 | -22,7 |
| 2018 | 11,3 | 0,7 | -1,9 | -8,1 | 0,8 | 2,7 | - | - | 11,0 | 2,2 |
| 2018 II TR | 6,5 | -0,9 | -3,2 | -10,8 | -2,5 | 2,4 | - | - | -3,6 | -18,0 |
| III TR | 14,3 | 0,0 | -2,8 | -9,3 | 0,0 | 2,3 | - | - | 7,7 | 4,9 |
| IV TR | 11,3 | 0,7 | -1,9 | -8,1 | 0,8 | 2,7 | - | - | 11,0 | 2,2 |
| 2019 I TR | 8,9 | 1,3 | -1,6 | -6,4 | 2,5 | 2,6 | - | - | 18,9 | 12,7 |
| 2018 Nov | 24,7 | 0,6 | -2,1 | -9,1 | 0,8 | 2,6 | - | - | -0,1 | -24,6 |
| Dic | 11,3 | 0,7 | -1,9 | -8,1 | 0,8 | 2,7 | - | - | 11,0 | 2,2 |
| 2019 Ene | 18,9 | 0,8 | -1,9 | -7,7 | 1,0 | 2,8 | - | - | 28,0 | 22,7 |
| Feb | 19,6 | 1,3 | -1,8 | -7,1 | 2,9 | 2,7 | - | - | 35,9 | 27,9 |
| Mar | 8,9 | 1,3 | -1,6 | -6,4 | 2,5 | 2,6 | - | - | 18,9 | 12,7 |
| Abr ^(p) | 4,6 | 1,0 | -1,9 | -5,2 | 2,1 | 2,5 | - | - | 41,6 | 44,3 |

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

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

| | Déficit (-)/superávit (+) | | | | | Pro memoria: Déficit (-)/superávit (+) primarios |
|-----------|---------------------------|------------------------|-------------------------|----------------------|--------------------------------------|--|
| | Total | Administración Central | Administración Regional | Administración Local | Administraciones de Seguridad Social | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 2015 | -2,0 | -1,9 | -0,2 | 0,1 | -0,1 | 0,3 |
| 2016 | -1,6 | -1,7 | -0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,6 |
| 2017 | -1,0 | -1,3 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 1,0 |
| 2018 | -0,5 | -1,1 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 1,3 |
| 2018 I TR | -0,8 | . | . | . | . | 1,1 |
| II TR | -0,5 | . | . | . | . | 1,3 |
| III TR | -0,4 | . | . | . | . | 1,4 |
| IV TR | -0,5 | . | . | . | . | 1,3 |

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

6.2 Recursos y empleos

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

| | Recursos | | | | | | Empleos | | | | | | |
|-----------|----------|---------------------|----------------------|-----------------------------|---------------------|-------|-----------------------------|--------------------|-----------|-----------------------|-----|--------------------|-----|
| | Total | Recursos corrientes | | | Recursos de capital | Total | Empleos corrientes | | | | | Empleos de capital | |
| | | Impuestos directos | Impuestos indirectos | Cotizaciones sociales netas | | | Remuneración de asalariados | Consumo intermedio | Intereses | Prestaciones sociales | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2015 | 46,2 | 45,7 | 12,5 | 13,0 | 15,2 | 0,5 | 48,3 | 44,4 | 10,0 | 5,2 | 2,3 | 22,7 | 3,9 |
| 2016 | 46,0 | 45,5 | 12,5 | 12,9 | 15,2 | 0,5 | 47,5 | 44,0 | 9,9 | 5,2 | 2,1 | 22,7 | 3,6 |
| 2017 | 46,1 | 45,7 | 12,8 | 12,9 | 15,2 | 0,4 | 47,0 | 43,3 | 9,8 | 5,2 | 2,0 | 22,4 | 3,8 |
| 2018 | 46,3 | 45,9 | 13,0 | 13,0 | 15,2 | 0,4 | 46,8 | 43,1 | 9,8 | 5,1 | 1,8 | 22,3 | 3,7 |
| 2018 I TR | 46,1 | 45,7 | 12,9 | 12,9 | 15,2 | 0,4 | 46,9 | 43,1 | 9,8 | 5,2 | 1,9 | 22,4 | 3,8 |
| II TR | 46,2 | 45,8 | 12,9 | 13,0 | 15,2 | 0,4 | 46,7 | 43,0 | 9,8 | 5,2 | 1,9 | 22,3 | 3,7 |
| III TR | 46,3 | 45,9 | 13,0 | 13,0 | 15,2 | 0,4 | 46,7 | 43,1 | 9,8 | 5,2 | 1,9 | 22,3 | 3,7 |
| IV TR | 46,3 | 45,9 | 13,0 | 13,0 | 15,2 | 0,4 | 46,8 | 43,1 | 9,8 | 5,2 | 1,8 | 22,3 | 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 depósitos | Préstamos | Valores representativos 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 |
| 2015 | 90,1 | 2,8 | 16,4 | 70,9 | 44,3 | 27,5 | 45,7 | 9,1 | 81,0 | 17,5 | 31,3 | 41,3 | 88,0 | 2,1 |
| 2016 | 89,2 | 2,7 | 15,6 | 70,9 | 46,8 | 30,7 | 42,5 | 8,8 | 80,5 | 17,2 | 29,8 | 42,2 | 87,2 | 2,1 |
| 2017 | 87,1 | 2,6 | 14,5 | 70,0 | 47,6 | 32,1 | 39,5 | 8,0 | 79,0 | 15,8 | 28,9 | 42,3 | 85,2 | 1,8 |
| 2018 | 85,1 | 2,6 | 13,7 | 68,9 | 47,3 | 32,3 | 37,8 | 7,5 | 77,7 | 15,6 | 28,2 | 41,3 | 83,7 | 1,5 |
| 2018 I TR | 87,2 | 2,6 | 14,2 | 70,3 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| II TR | 86,6 | 2,6 | 14,0 | 70,1 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| III TR | 86,5 | 2,6 | 13,8 | 70,0 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| IV TR | 85,2 | 2,6 | 13,7 | 68,9 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |

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 |
| 2015 | -1,9 | -0,3 | -0,8 | -0,5 | 0,2 | -0,3 | -0,3 | -0,1 | 0,0 | -0,4 | -0,8 | 1,2 |
| 2016 | -0,8 | -0,6 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | -0,1 | -0,4 | 1,6 |
| 2017 | -2,2 | -1,0 | -0,1 | 0,3 | 0,5 | 0,0 | -0,2 | 0,1 | -0,1 | -0,4 | -1,1 | 0,9 |
| 2018 | -1,9 | -1,3 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,9 | 0,8 |
| 2018 I TR | -2,4 | -1,1 | -0,1 | 0,5 | 0,5 | 0,0 | -0,1 | 0,1 | -0,1 | -0,5 | -1,1 | 0,8 |
| II TR | -2,8 | -1,3 | -0,2 | 0,3 | 0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | -0,1 | -0,4 | -1,3 | 0,5 |
| III TR | -2,1 | -1,4 | 0,5 | 0,7 | 0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | -0,1 | -0,1 | -1,1 | 1,0 |
| IV TR | -1,9 | -1,3 | 0,3 | 0,5 | 0,4 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | -0,2 | -0,9 | 0,8 |

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

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

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

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

| | Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾ | | | | | Vida residual media en años ³⁾ | Rendimiento nominal medio ⁴⁾ | | | | | | |
|-----------|--|---------------|---------------|-----------|--------------------------|---|---|----------------------|---------|--------------|-------------|-------------|-----|
| | Total | Principal | | Intereses | | | Saldos vivos | | | | | Operaciones | |
| | | Hasta 3 meses | Hasta 3 meses | Total | Tipo de interés variable | | Cupón cero | Tipo de interés fijo | Emisión | Amortización | | | |
| | | | | | | | | | | | Hasta 1 año | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 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 |
| 2018 | 12,6 | 11,1 | 3,7 | 1,5 | 0,4 | 7,3 | 2,3 | 1,1 | -0,1 | 2,7 | 2,5 | 0,4 | 0,9 |
| 2018 I TR | 12,6 | 11,0 | 4,1 | 1,6 | 0,4 | 7,2 | 2,4 | 1,1 | -0,2 | 2,8 | 2,5 | 0,4 | 1,1 |
| II TR | 12,5 | 10,9 | 3,4 | 1,6 | 0,4 | 7,3 | 2,4 | 1,1 | -0,2 | 2,8 | 2,5 | 0,4 | 0,9 |
| III TR | 12,7 | 11,1 | 3,7 | 1,6 | 0,4 | 7,3 | 2,3 | 1,1 | -0,1 | 2,7 | 2,6 | 0,4 | 0,9 |
| IV TR | 12,6 | 11,1 | 3,7 | 1,5 | 0,4 | 7,3 | 2,3 | 1,1 | -0,1 | 2,7 | 2,5 | 0,4 | 0,9 |
| 2018 Nov | 13,0 | 11,5 | 3,6 | 1,6 | 0,4 | 7,3 | 2,3 | 1,1 | -0,1 | 2,7 | 2,5 | 0,5 | 1,0 |
| Dic | 12,6 | 11,1 | 3,7 | 1,5 | 0,4 | 7,3 | 2,3 | 1,1 | -0,1 | 2,7 | 2,5 | 0,4 | 0,9 |
| 2019 Ene | 12,9 | 11,3 | 3,9 | 1,5 | 0,4 | 7,3 | 2,3 | 1,1 | -0,1 | 2,7 | 2,5 | 0,4 | 0,9 |
| Feb | 12,7 | 11,2 | 4,0 | 1,5 | 0,4 | 7,3 | 2,3 | 1,1 | 0,0 | 2,7 | 2,4 | 0,4 | 0,9 |
| Mar | 12,7 | 11,2 | 3,8 | 1,5 | 0,4 | 7,4 | 2,3 | 1,1 | 0,0 | 2,6 | 2,5 | 0,5 | 1,0 |
| Abr | 13,0 | 11,5 | 3,8 | 1,5 | 0,4 | 7,4 | 2,3 | 1,1 | 0,0 | 2,6 | 2,5 | 0,5 | 1,1 |

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 | | | | | | | | | |
| 2015 | -2,4 | 0,8 | 0,1 | -1,9 | -5,6 | -5,3 | -3,6 | -2,6 | -1,3 |
| 2016 | -2,4 | 0,9 | -0,3 | -0,7 | 0,5 | -4,5 | -3,5 | -2,5 | 0,3 |
| 2017 | -0,8 | 1,0 | -0,4 | -0,3 | 0,7 | -3,1 | -2,8 | -2,4 | 1,8 |
| 2018 | -0,7 | 1,7 | -0,6 | 0,0 | 1,1 | -2,5 | -2,5 | -2,1 | -4,8 |
| 2018 I TR | -0,9 | 1,3 | -0,3 | -0,4 | 1,0 | -2,9 | -2,7 | -2,4 | 2,6 |
| II TR | -0,4 | 1,9 | 0,0 | -0,6 | 0,8 | -2,7 | -2,8 | -2,0 | 3,5 |
| III TR | -0,3 | 2,0 | 0,0 | -0,5 | 0,8 | -2,6 | -2,6 | -2,1 | -4,9 |
| IV TR | -0,7 | 1,7 | -0,6 | 0,0 | 1,1 | -2,5 | -2,5 | -2,1 | -4,8 |
| Deuda pública | | | | | | | | | |
| 2015 | 106,4 | 71,6 | 9,9 | 76,8 | 175,9 | 99,3 | 95,6 | 131,6 | 108,0 |
| 2016 | 106,1 | 68,5 | 9,2 | 73,5 | 178,5 | 99,0 | 98,0 | 131,4 | 105,5 |
| 2017 | 103,4 | 64,5 | 9,2 | 68,5 | 176,2 | 98,1 | 98,4 | 131,4 | 95,8 |
| 2018 | 102,0 | 60,9 | 8,4 | 64,8 | 181,1 | 97,1 | 98,4 | 132,2 | 102,5 |
| 2018 I TR | 106,4 | 63,4 | 9,0 | 69,3 | 177,9 | 98,7 | 99,5 | 133,1 | 92,9 |
| II TR | 105,9 | 62,2 | 8,7 | 69,2 | 177,5 | 98,2 | 99,2 | 133,5 | 102,9 |
| III TR | 105,3 | 61,8 | 8,5 | 68,7 | 182,3 | 98,3 | 99,5 | 133,5 | 110,1 |
| IV TR | 102,0 | 60,9 | 8,4 | 64,8 | 181,1 | 97,1 | 98,5 | 132,2 | 102,5 |

| | 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 | | | | | | | | | | |
| 2015 | -1,4 | -0,3 | 1,4 | -1,0 | -2,0 | -1,0 | -4,4 | -2,8 | -2,6 | -2,8 |
| 2016 | 0,1 | 0,2 | 1,9 | 0,9 | 0,0 | -1,6 | -2,0 | -1,9 | -2,2 | -1,7 |
| 2017 | -0,6 | 0,5 | 1,4 | 3,4 | 1,2 | -0,8 | -3,0 | 0,0 | -0,8 | -0,8 |
| 2018 | -1,0 | 0,7 | 2,4 | 2,0 | 1,5 | 0,1 | -0,5 | 0,7 | -0,7 | -0,7 |
| 2018 I TR | -0,4 | 0,4 | 1,6 | 3,0 | 1,6 | -0,6 | -0,7 | 0,4 | -0,6 | -0,5 |
| II TR | -0,2 | 0,7 | 1,6 | 3,8 | 1,8 | 0,1 | -1,1 | 0,5 | -0,6 | -0,6 |
| III TR | -0,5 | 0,6 | 2,0 | 3,4 | 2,0 | 0,2 | -0,2 | 0,5 | -0,5 | -0,4 |
| IV TR | -1,0 | 0,7 | 2,4 | 2,0 | 1,5 | 0,1 | -0,5 | 0,7 | -0,7 | -0,7 |
| 2015 | 36,8 | 42,6 | 22,2 | 57,9 | 64,6 | 84,7 | 128,8 | 82,6 | 52,2 | 63,4 |
| 2016 | 40,3 | 40,0 | 20,7 | 55,5 | 61,9 | 83,0 | 129,2 | 78,7 | 51,8 | 63,0 |
| 2017 | 40,0 | 39,4 | 23,0 | 50,2 | 57,0 | 78,2 | 124,8 | 74,1 | 50,9 | 61,3 |
| 2018 | 35,9 | 34,2 | 21,4 | 46,0 | 52,4 | 73,8 | 121,5 | 70,1 | 48,9 | 58,9 |
| 2018 I TR | 35,5 | 36,0 | 22,3 | 49,8 | 55,1 | 77,0 | 125,4 | 75,5 | 50,9 | 59,9 |
| II TR | 36,9 | 35,0 | 22,0 | 49,0 | 53,9 | 76,3 | 124,9 | 72,6 | 51,9 | 59,5 |
| III TR | 37,0 | 35,0 | 21,7 | 46,0 | 52,9 | 75,4 | 124,8 | 71,1 | 51,5 | 58,8 |
| IV TR | 35,9 | 34,2 | 21,4 | 46,0 | 52,4 | 73,8 | 121,5 | 70,1 | 48,9 | 58,9 |

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2019

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 información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 5 de junio de 2019.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-19-004-ES-N (edición electrónica)