

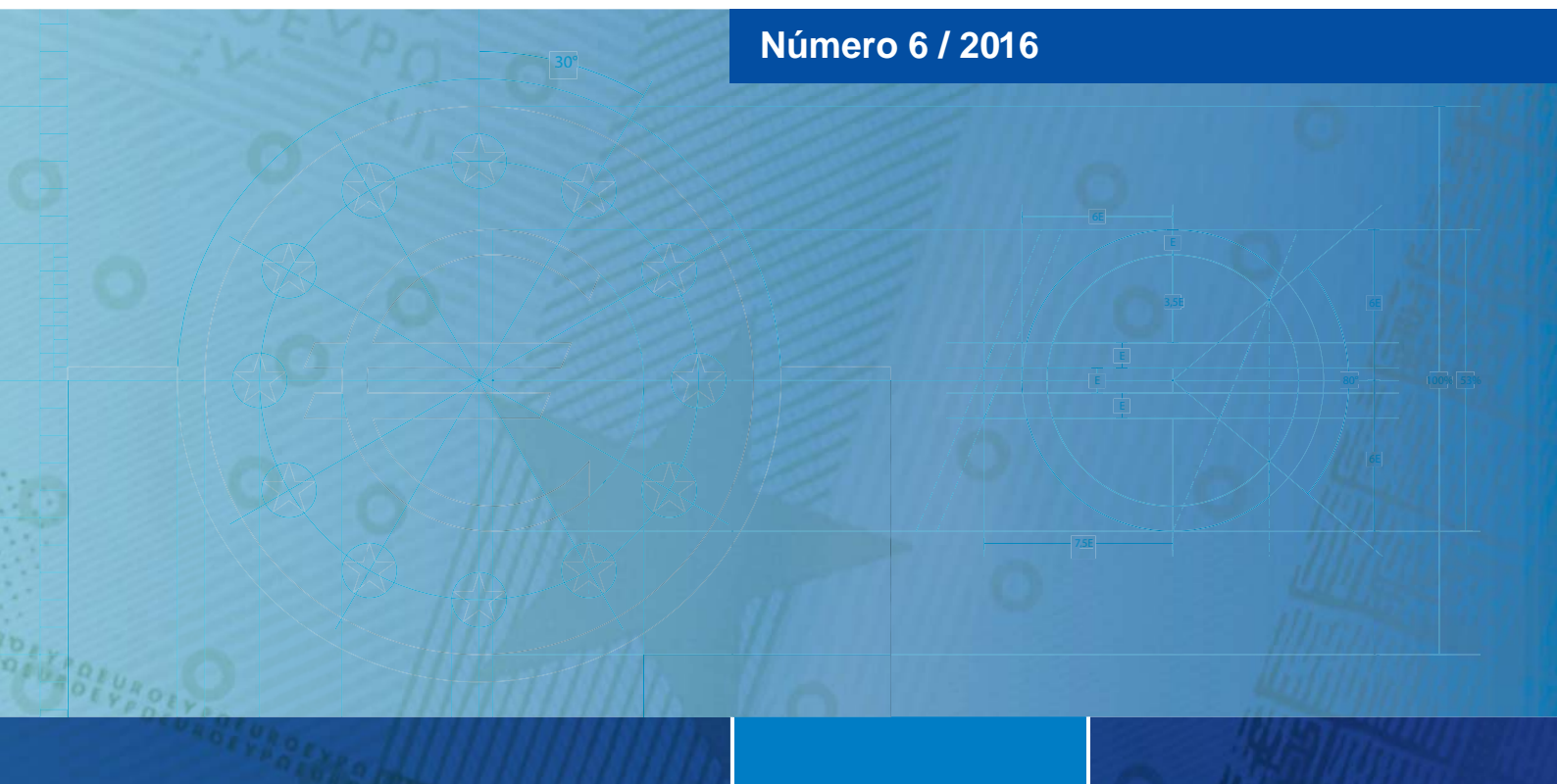


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 6 / 2016



Índice

Evolución monetaria y económica	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	11
3 Actividad económica	15
4 Precios y costes	21
5 Dinero y crédito	25
6 Evolución de las finanzas públicas	32
Recuadros	35
1 Determinantes de la desaceleración del comercio mundial: ¿cuál es la «nueva situación normal»?	35
2 Restricciones financieras en las regiones de la zona del euro	39
3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 27 de abril y el 26 de julio de 2016	43
4 Patrones de la producción mundial desde una perspectiva europea: información de una encuesta a grandes empresas de la zona del euro	48
5 ¿Qué factores han determinado la reciente disociación entre el deflactor del PIB y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro?	52
6 Factores determinantes de la evolución de las horas medias trabajadas por persona empleada desde 2008	55
Artículo	59
1 La relación entre el empleo y el PIB desde la crisis	59
Estadísticas	S1

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria celebrada el 8 de septiembre de 2016, el Consejo de Gobierno analizó los datos económicos y monetarios obtenidos desde la reunión de julio y examinó las nuevas proyecciones macroeconómicas del BCE. Las amplias medidas de política monetaria que se han adoptado continúan procurando unas condiciones de financiación favorables y respaldan el dinamismo de la recuperación económica de la zona del euro. En consecuencia, el Consejo de Gobierno sigue esperando que el PIB real crezca a un ritmo moderado, pero constante, y que la inflación en la zona del euro aumente gradualmente en los próximos meses, en línea con la senda ya implícita en las proyecciones de junio de 2016. En general, mientras que la evidencia disponible hasta la fecha sugiere que la economía de la zona del euro mantiene su capacidad de resistencia en un entorno de continua incertidumbre económica y política mundial, el escenario de referencia sigue estando sujeto a riesgos a la baja.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 8 de septiembre de 2016

El crecimiento mundial continuó siendo moderado en la primera mitad de 2016. De cara al futuro, se espera que este crecimiento se recupere gradualmente. Los bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y el aumento de la confianza sostienen las perspectivas de las economías avanzadas, aunque la incertidumbre generada por el referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE afectará a la demanda en dicho país. En cuanto a las economías emergentes, se prevé una ralentización de la actividad económica en China, al tiempo que las perspectivas de los grandes países exportadores de materias primas continúan siendo débiles, pese a observarse algunas tímidas señales de estabilización. Los riesgos para las perspectivas de la actividad económica mundial se mantienen a la baja.

Entre principios de junio y comienzos de septiembre, los mercados financieros de la zona del euro y mundiales permanecieron relativamente tranquilos, al margen del período inmediatamente anterior y posterior al referéndum del Reino Unido. En el período anterior al referéndum del 23 de junio, en los mercados financieros mundiales se observó una creciente volatilidad, que alcanzó su máximo el día siguiente al referéndum. Desde entonces, la volatilidad ha remitido y la mayoría de las categorías de activos han recuperado sus pérdidas. Al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda a largo plazo de la zona del euro se mantuvieron muy por debajo de los niveles alcanzados antes del referéndum, y los valores bancarios continuaron registrando un comportamiento peor que el índice de mercado más amplio.

La recuperación económica de la zona del euro continúa. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2016, tras crecer un 0,5 % en el primer trimestre. El crecimiento se vio respaldado por la demanda exterior neta, así como por la continua contribución positiva de la demanda interna. Los últimos datos apuntan a un crecimiento sostenido en el tercer trimestre de 2016, a un ritmo más o menos similar al del segundo trimestre.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que la recuperación económica avance a un ritmo moderado, pero sostenido. La demanda interna sigue estando apoyada por la transmisión de las medidas de política monetaria a la economía real. Las favorables condiciones de financiación y la mejora de las perspectivas de la demanda y de la rentabilidad empresarial continúan estimulando la recuperación de la inversión. El aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, y unos precios del petróleo aún relativamente bajos prestan un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y, por tanto, al consumo privado. Además, se prevé que la orientación de la política fiscal en la zona del euro sea ligeramente expansiva en 2016 y prácticamente neutral en 2017 y 2018. No obstante, las previsiones apuntan a que la recuperación económica de la zona del euro se verá frenada por una demanda exterior todavía débil, en parte como consecuencia de la incertidumbre generada tras los resultados del referéndum en el Reino Unido, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,7 % en 2016, del 1,6 % en 2017 y del 1,6 % en 2018. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja. De acuerdo con el análisis del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con el entorno exterior.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,2 % en agosto de 2016, sin variación con respecto a julio. Aunque la inflación interanual de la energía continuó aumentando, la inflación de los bienes industriales no energéticos y de los servicios fue ligeramente inferior a la registrada en julio. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación sigan siendo bajas en los próximos meses y que comiencen a repuntar hacia finales de 2016, debido en gran parte a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían continuar incrementándose en 2017 y 2018.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, el 1,2 % en 2017 y el 1,6 % en 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de

2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen prácticamente sin cambios.

Las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 se están transmitiendo a las condiciones de financiación de las empresas y los hogares y, por tanto, están favoreciendo cada vez más los flujos crediticios en toda la zona del euro. El agregado monetario amplio siguió aumentando a un ritmo sólido en julio de 2016 y el crecimiento de los préstamos continuó recuperándose gradualmente. Las fuentes internas de creación de dinero volvieron a ser el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Los bajos tipos de interés y los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE siguen apoyando el crecimiento monetario y crediticio. Las entidades de crédito han ido trasladando sus favorables condiciones de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos y han relajado los criterios de concesión, sustentando así la recuperación del crecimiento del crédito. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras aumentó en el segundo trimestre de 2016.

Decisiones de política monetaria

El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que continúen en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos por parte del Eurosistema. En lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que está previsto que las compras mensuales de activos por valor de 80 mm de euros continúen hasta el final de marzo de 2017, o hasta una fecha posterior si fuera necesario, y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación.

El Consejo de Gobierno se mantendrá alerta y preparado para actuar, en caso necesario, para lograr su objetivo de estabilidad de precios.

Dada la incertidumbre reinante, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de la evolución de la economía y de los mercados financieros. Mantendrá el grado tan considerable de apoyo monetario que incorporan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE y que es necesario para asegurar el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Si procede, el Consejo de Gobierno actuará utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato. Mientras tanto, el Consejo de Gobierno ha encomendado a los comités relevantes que evalúen las opciones para lograr la aplicación fluida del programa de compras de activos por parte del Eurosistema.

El moderado crecimiento mundial registrado en torno a finales del año pasado continuó en el primer semestre de 2016. De cara al futuro se espera una recuperación gradual del crecimiento. Los bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y la sólida confianza sostienen las perspectivas de las economías avanzadas, aunque la incertidumbre generada por el referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE afectará a la demanda en dicho país. En cuanto a las economías emergentes, se prevé una ralentización de la actividad económica en China, al tiempo que las perspectivas de los grandes países exportadores de materias primas siguen siendo débiles, pese a observarse tímidas señales de estabilización. Los riesgos para las perspectivas de actividad económica mundial se mantienen a la baja.

Actividad económica y comercio mundiales

El crecimiento económico mundial continúa siendo moderado. Tras una leve desaceleración en el primer trimestre, el crecimiento del PIB de Estados Unidos solo experimentó un ligero avance en el segundo trimestre, reflejo de un importante lastre asociado a los inventarios y a una nueva caída de la inversión, impulsada principalmente por la reducción de los gastos de capital en el sector energético. Mientras tanto, el crecimiento económico del Reino Unido mostró mayor capacidad de resistencia en el segundo trimestre. En cambio, en Japón, el ritmo de expansión económica se ralentizó, después de que los efectos del año bisiesto impulsaran el crecimiento en el primer trimestre. En China, el crecimiento del PIB se estabilizó en el segundo trimestre, en consonancia con el objetivo de crecimiento anual del Gobierno, aunque la actividad económica se sostuvo en gran medida en el apoyo del Gobierno, a través de inversiones en infraestructuras, y en el crecimiento continuado del crédito. Si bien los indicadores de corto plazo sugieren que las tasas de crecimiento están empezando a remontar en Brasil y en Rusia, la producción de estos países volvió a disminuir en el segundo trimestre. En conjunto, los indicadores de opinión recientes apuntan a que la actividad económica mundial continuará su expansión a un ritmo moderado. El índice PMI compuesto de producción global se mantuvo moderado en agosto (véase gráfico 1).

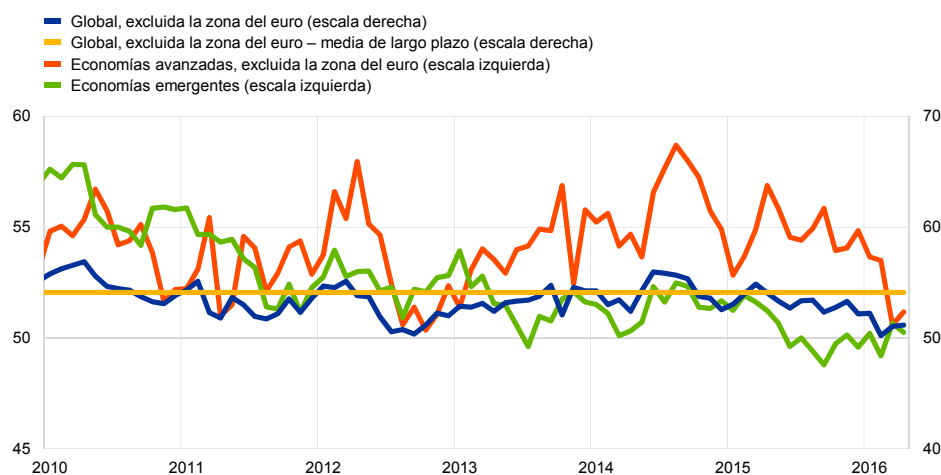
El resultado del referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE sorprendió a los mercados financieros, aunque la volatilidad fue transitoria y se vio contenida, en parte, por las expectativas de respuestas anticíclicas en las principales economías avanzadas. La libra esterlina se depreció después del referéndum, pero el impacto en la mayoría de los mercados internacionales de fuera de Europa ha sido transitorio. Los flujos de capitales a las economías emergentes han mostrado capacidad de resistencia, en un contexto de mejora general de las condiciones financieras en estas economías, posiblemente vinculada a la búsqueda de rentabilidad fuera de las economías avanzadas. El Banco de Inglaterra redujo los tipos de interés y anunció nuevas medidas de expansión cuantitativa en su reunión

de agosto. Asimismo, el Gobierno británico ha indicado que prevé que el ritmo de consolidación fiscal sea más lento de lo planeado anteriormente. En Estados Unidos, las expectativas de los mercados de subidas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal en 2016 disminuyeron en los días inmediatamente posteriores al referéndum, antes de aumentar de nuevo tras la publicación de datos mejores de lo esperado sobre el mercado de trabajo. El Banco de Japón también adoptó medidas de estímulo monetario adicionales en su reunión de julio, al tiempo que el Gobierno japonés anunció que incluiría medidas de estímulo fiscal en su presupuesto suplementario para el ejercicio fiscal 2016-2017.

Gráfico 1

Índice PMI compuesto de producción global

(índice de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a agosto de 2016.

No obstante, el resultado del referéndum británico ha provocado un aumento de la incertidumbre macroeconómica. En el Reino Unido se incrementó la incertidumbre en torno a la política económica. El impacto en otros países ha sido más moderado, lo que sugiere que el referéndum sobre la pertenencia a la UE ha generado una perturbación regional, más que global. Sin embargo, es posible que otros factores también estén contribuyendo a los mayores niveles de incertidumbre política y en torno a las políticas observados en otros países, en particular en Estados Unidos y China.

La debilidad observada en el comercio mundial en 2015 persistió en la primera parte de este año. Según datos del CPB, las importaciones mundiales de bienes en términos reales se redujeron un 0,8%, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2016 (véase gráfico 2). El comercio mundial fue particularmente débil el año pasado, debido, en parte, a la acusada caída de las importaciones resultante de las profundas recesiones de Brasil y de Rusia. A medida que remitan estas perturbaciones, el lastre sobre las importaciones mundiales debería disminuir y su crecimiento debería recuperarse ligeramente. Los indicadores de opinión que miden el comercio mundial también apuntan a una modesta recuperación. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó de nuevo en agosto, superando el

umbral de 50 puntos. No obstante, como se señala en el recuadro 1, se espera que el comercio mundial crezca a un ritmo bastante moderado en el medio plazo. Es probable que la reducción de la elasticidad del comercio mundial observada desde 2012 persista, ya que no se prevé que los factores estructurales que impulsaron el comercio en el pasado —la disminución de los costes de transporte, la liberalización del comercio, la expansión de las cadenas globales de producción y el desarrollo financiero— respalden el comercio en la misma medida en el futuro. Por consiguiente, a medio plazo es probable que el crecimiento del comercio mundial continúe en niveles bastante por debajo de los observados antes de la crisis financiera.

De cara al futuro se espera que el crecimiento económico mundial siga siendo moderado. En las economías avanzadas, se prevé que la combinación de la persistencia de bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y de la vivienda, y los sólidos niveles de confianza sostengan la actividad económica, aunque cabe esperar que el aumento de la incertidumbre observado en el Reino Unido frene la inversión. Mientras tanto, es probable que el reequilibrio gradual de la economía china lastre el crecimiento. Los flujos de capitales a las economías emergentes se han recuperado recientemente, pero muchos países todavía están abordando el endurecimiento de las condiciones de financiación externa asociado a las expectativas de retirada de la orientación acomodaticia de la política monetaria en Estados Unidos. El alivio gradual de las profundas recesiones en dos grandes países exportadores de materias primas contribuirá en cierta medida al crecimiento mundial en los próximos años, aunque las perspectivas siguen siendo moderadas, ya que muchos de los países exportadores de materias primas afrontan dificultades para ajustarse al entorno de bajos precios de estas materias. Por último, el aumento de la incertidumbre política y de las tensiones geopolíticas también está afectando a la demanda en algunas regiones.

Si se analizan los países individuales con más detalle, se espera una recuperación de la actividad económica en Estados Unidos. Se prevé que los sólidos fundamentos económicos internos —reflejados en un vigoroso crecimiento del empleo y en aumentos moderados de los salarios nominales al tiempo que la economía se acerca al pleno empleo, y los efectos positivos en la riqueza de los hogares (en su mayor parte derivados de la subida de los precios de la vivienda)— sostengan el consumo privado, así como que las reducciones de los tipos de interés a largo plazo y el final de la contracción del sector energético también estimulen la inversión en el horizonte de proyección. Por otra parte, el fortalecimiento del dólar estadounidense y el moderado crecimiento de la demanda externa afectarán a las exportaciones.

Las perspectivas para Japón siguen siendo débiles. A corto plazo, las interrupciones en la cadena de suministro tras el terremoto de abril frenarán la producción. Sin embargo, a más largo plazo, se espera una recuperación del consumo privado en un contexto de incrementos de la renta real, al tiempo que la holgura en las condiciones financieras debería propiciar un aumento de la inversión. El aplazamiento de la subida del IVA, prevista para abril de 2017, favorecerá la actividad económica, al igual que las medidas adicionales de estímulo

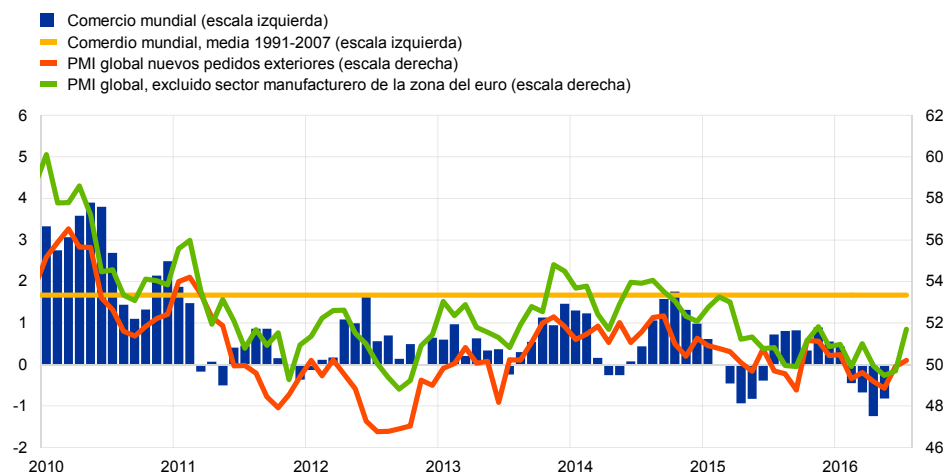
anunciadas en el presupuesto suplementario. Además, la política monetaria sigue siendo muy acomodaticia. Se prevé que las exportaciones se beneficien de la mejora paulatina de la demanda externa, aunque se verá atemperada por la recuperación que experimentó el yen el año pasado.

Se espera que el aumento de la incertidumbre en el Reino Unido afecte al crecimiento económico. Cabe esperar que la incertidumbre institucional y política en torno a las negociaciones para abandonar la Unión Europea modere la demanda interna, particularmente la inversión (aunque datos recientes sugieren que el impacto a corto plazo del referéndum ha sido relativamente moderado hasta ahora). A más largo plazo, el tono acomodaticio de la política monetaria y la reducción del ritmo de consolidación fiscal deberían contribuir al sostenimiento de la actividad económica.

Según las proyecciones, la actividad económica real seguirá mostrando una capacidad de resistencia relativa en los países de Europa Central y Oriental. Se espera que el consumo privado se vea favorecido por aumentos de la renta disponible real y por los bajos niveles de inflación. No obstante, se prevé que la incertidumbre generada por el referéndum del Reino Unido y su impacto potencial en la economía británica y en la de los países de la zona del euro (los principales socios comerciales de esos países) afecten a la producción en los próximos trimestres.

Gráfico 2
Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2016 para los PMI y a junio de 2016 para el comercio mundial.

Se espera que la tasa de crecimiento de la economía china se modere gradualmente. A corto plazo, la solidez del consumo y las mejoras observadas en la demanda de viviendas, junto con la persistencia de una orientación acomodaticia de la política monetaria y de los estímulos fiscales, deberían sostener la economía. Sin embargo, a más largo plazo, se prevé que la continuación del énfasis en el proceso de reequilibrio de la economía, que incluye reducciones del exceso de

capacidad productiva en algunas industrias pesadas y medidas para abordar la cuestión de los préstamos morosos, se traduzca en una ralentización del ritmo de crecimiento económico.

Aunque la producción de grandes países exportadores de materias primas está mostrando señales de estabilización, las perspectivas siguen siendo moderadas. En Rusia, las condiciones financieras han mejorado tras la decisión del banco central de recortar los tipos de interés, pero la incertidumbre continúa siendo elevada y la confianza empresarial débil. Mientras tanto, en Brasil se espera que la combinación de niveles elevados de incertidumbre política, de una política monetaria y unas condiciones de financiación restrictivas, y de las medidas de consolidación fiscal previstas, se traduzca en una moderación adicional de la actividad económica.

En general, las perspectivas de crecimiento mundial siguen apuntando a una recuperación gradual y desigual. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2016, el crecimiento anual del PIB real mundial, excluida la zona del euro, se incrementará desde el 3 % en 2016 hasta el 3,5 % en 2017 y el 3,7 % en 2018. Al mismo tiempo, se prevé que la tasa de crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro aumente desde el 1,6 % en 2016 hasta el 2,6 % en 2017 y el 3,5 % en 2018. El moderado repunte de la actividad y del comercio previsto en este escenario de referencia refleja un crecimiento resistente en las economías avanzadas y un alivio progresivo de las profundas recesiones que están experimentando algunas grandes economías emergentes (concretamente, Rusia y Brasil), compensando la paulatina desaceleración de la economía china. En comparación con las proyecciones de junio, las perspectivas de crecimiento del PIB mundial se han revisado ligeramente a la baja. No obstante, la revisión a la baja de las perspectivas de demanda externa de la zona del euro ha sido más significativa, reflejo, en gran medida, de las expectativas de crecimiento mucho más débil de las importaciones del Reino Unido.

Los riesgos para las perspectivas de actividad económica mundial continúan situados a la baja, especialmente en el caso de las economías emergentes.

Un importante riesgo a la baja está relacionado con una desaceleración más pronunciada de estas economías (incluida China). El endurecimiento de las condiciones de financiación y la intensificación de la incertidumbre política podrían exacerbar los desequilibrios macroeconómicos existentes, lo que minaría la confianza y podría llevar a una desaceleración inesperadamente pronunciada. La incertidumbre en torno a las políticas en el contexto de la transición económica de China podría provocar un aumento de la volatilidad financiera a escala mundial. Los riesgos geopolíticos también siguen afectando a las perspectivas. Además, las repercusiones económicas de la salida del Reino Unido de la Unión Europea podrían ser peores de lo esperado, acrecentando la incertidumbre e influyendo negativamente en el comercio, la confianza empresarial y la inversión.

Evolución mundial de los precios

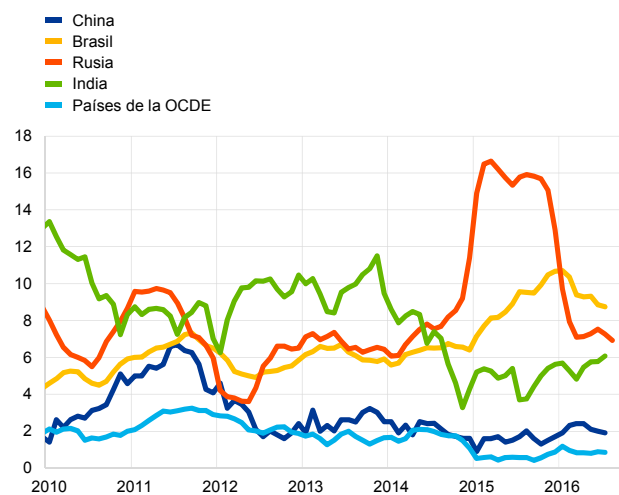
Los efectos de las anteriores caídas de los precios del petróleo continúan afectando a la inflación mundial.

En los países de la OCDE, la inflación media interanual medida por el IPC cayó hasta situarse en el 0,8% en julio, frente al 0,9% del mes anterior (véase gráfico 3). El componente energético ha continuado afectando a la inflación, al tiempo que, en los países de la OCDE, la inflación media, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,8% en julio. En cuanto a las grandes economías emergentes, la inflación disminuyó en China, Brasil y Rusia, y registró un aumento moderado en la India.

Gráfico 3

Inflación de los precios de consumo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y OCDE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a julio de 2016 para los países individuales, excepto Rusia, y a agosto y julio de 2016 para los países de la OCDE.

Los precios de petróleo han aumentado en los últimos meses.

La dinámica de los precios ha estado determinada por la evolución de la oferta, con importantes interrupciones en algunos países de la OPEP (Libia, Nigeria y Venezuela) y en uno no perteneciente a esta organización (Canadá), moderando el exceso de oferta. Sin embargo, más recientemente, la producción de Arabia Saudí ha registrado un máximo histórico, la caída de la oferta de petróleo no convencional (*shale oil*) de Estados Unidos se ha moderado y la producción de crudo canadiense se ha recuperado antes de lo esperado. Al mismo tiempo, la demanda mundial de esta materia prima siguió siendo superior a lo previsto en el primer semestre de 2016. En los próximos meses, los precios del petróleo se verán favorecidos por el reequilibrio de las condiciones de oferta y de demanda. Mientras tanto, los precios agregados de las materias primas no energéticas prácticamente no ha variado en los tres últimos meses.

De cara al futuro se prevé un aumento gradual de la inflación mundial. A corto plazo, los efectos de las anteriores caídas de los precios del petróleo y de otras materias primas se atenuarán, reduciendo el lastre sobre la inflación. A más largo plazo, la pendiente ascendente de la curva de futuros del petróleo apunta a que los precios del crudo se incrementarán durante el horizonte de proyección. Al mismo tiempo, se espera que la abundante capacidad productiva sin utilizar a escala mundial continúe afectando a la inflación subyacente en el medio plazo.

2 Evolución financiera

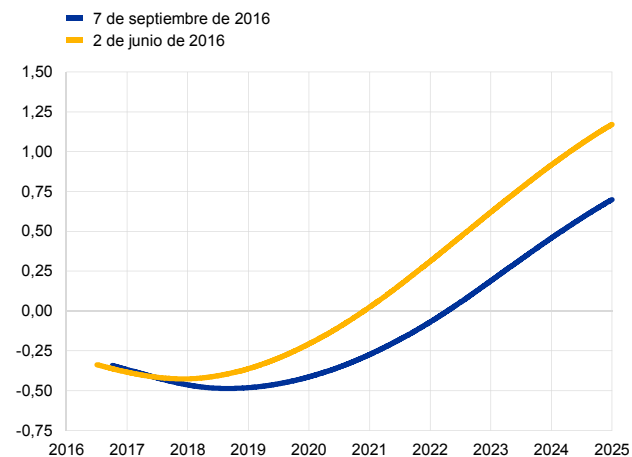
Al margen del período inmediatamente anterior y posterior al referéndum del Reino Unido, los mercados financieros de la zona del euro y mundiales permanecieron relativamente tranquilos entre principios de junio y comienzos de septiembre. En el período anterior al referéndum del 23 de junio, en los mercados financieros mundiales se observó una creciente volatilidad, que alcanzó su máximo el día siguiente al referéndum. Desde entonces, la volatilidad ha remitido y la mayoría de las categorías de activos han recuperado sus pérdidas. Las principales excepciones a esta normalización son los rendimientos de la deuda a largo plazo de la zona del euro, que se mantienen muy por debajo de los niveles registrados antes del referéndum, y los valores bancarios, que continuaron registrando un comportamiento peor que el índice de mercado más amplio.

La evolución relativamente tranquila de los mercados financieros durante el segundo trimestre de 2016 ha continuado. Con el trasfondo de una tímida mejora de las perspectivas económicas mundiales, impulsada fundamentalmente por la evolución de la economía estadounidense, los mercados financieros de la zona del euro y mundiales capearon bien el impacto inmediato del resultado a favor de abandonar la UE del referéndum celebrado en el Reino Unido. En la zona del euro, la reacción inicial fue una acusada depreciación del euro frente al dólar estadounidense, un aplanamiento de la curva de tipos *forward* del eonia y un aumento de los diferenciales de la deuda soberana y de los valores de renta fija privada, así como de las volatilidades implícitas, y una caída de los valores de renta variable, especialmente de los valores bancarios. Desde entonces, la volatilidad de los mercados financieros ha remitido, los diferenciales de la deuda soberana se han reducido y la mayoría de las demás categorías de activos han recuperado sus pérdidas. Aunque no puede descartarse que los mercados financieros vuelvan a reaccionar cuando se conozcan con más certeza los aspectos de la relación del Reino Unido con la UE, el impacto inmediato adverso de esta votación en los mercados financieros fue transitorio.

Gráfico 4

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo estable durante el período considerado (comprendido entre el 2 de junio y el 7 de septiembre), mientras que la curva de tipos *forward* se aplanó, principalmente a raíz del referéndum en el Reino Unido (véase gráfico 4).

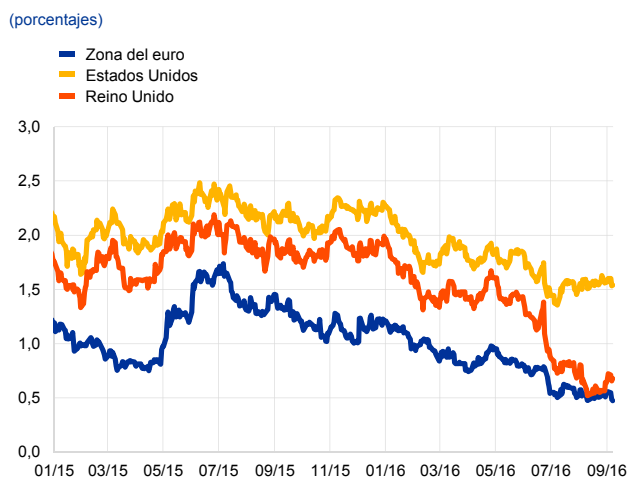
Las expectativas basadas en indicadores de mercado sobre los futuros tipos del eonia han disminuido gradualmente. El 2 de junio se esperaba que el tipo de interés del eonia se situara en niveles positivos en 2021, pero al final del período analizado esta previsión se había retrasado al menos un año. La trayectoria prevista para este tipo también se ha revisado. En el gráfico 4 se muestra que la curva de tipos *forward* del eonia se retrasó en el tiempo y se desplazó de nuevo a la baja durante el período de referencia. Esta evolución indica que los mercados pueden estar esperando un tono más acomodaticio de la política monetaria. El tipo

de interés del eonia fluctuó entre -32 y -35 puntos básicos, excepto al final del segundo trimestre de 2016, cuando experimentó un aumento transitorio y se situó en -29 puntos básicos. El exceso de liquidez se incrementó alrededor de 192 mm de euros, hasta situarse en unos 1.040 mm de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas por el BCE en el marco el programa ampliado de compra de activos. En el recuadro 3 se presenta información más detallada sobre la situación de liquidez y operaciones de política monetaria en la zona del euro.

Mientras que los rendimientos a largo plazo de la zona del euro se movieron, en general, de forma similar a los rendimientos a largo plazo a escala global antes del referéndum del Reino Unido, en el período posterior se observó una ligera ampliación de la brecha existente entre los tipos de Estados Unidos y los de la zona del euro, y los rendimientos a largo plazo del Reino Unido también experimentaron un acusado descenso (véase gráfico 5). Es probable que esta evolución sea atribuible a la percepción de los mercados de diferencias en la situación económica y las políticas monetarias de estas áreas económicas. En un entorno de escasa volatilidad en los mercados de deuda pública, la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda pública a diez años de la zona del euro fluctuó en niveles reducidos entre finales de junio y el 7 de septiembre. Las diferencias entre países continuaron, registrándose rendimientos negativos en la deuda alemana a diez años y nuevas reducciones, aunque marginales, de los rendimientos de la deuda a diez años de Portugal, España e Italia. Estos desarrollos también deben considerarse en el contexto del actual programa de compras de valores públicos del BCE.

Gráfico 5

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

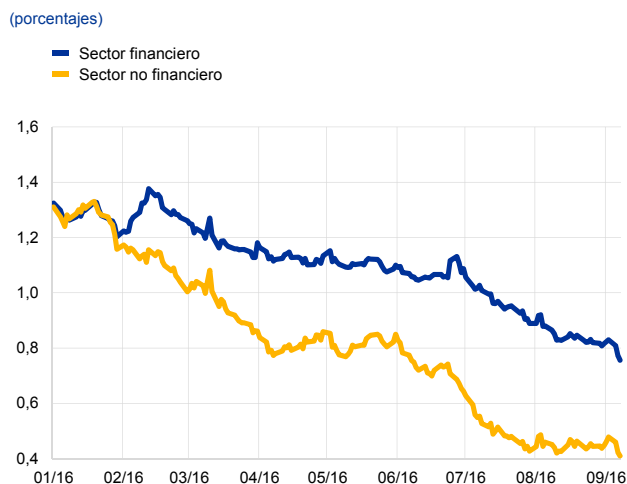


Fuente: Thomson Reuters.

Notas: «Zona del euro» muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. «Estados Unidos» muestra el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años. «Reino Unido» muestra el rendimiento de la deuda pública británica a diez años. La observación más reciente corresponde al 7 de septiembre de 2016.

Gráfico 6

Rendimientos de los valores de renta fija privada en la zona del euro



Fuente: Thomson Reuters.

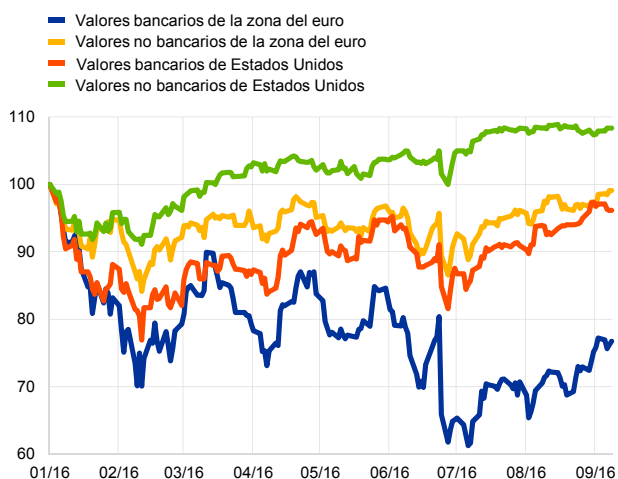
Nota: La observación más reciente corresponde al 7 de septiembre de 2016.

El programa de compra de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés) continúa influyendo positivamente en los rendimientos de los bonos emitidos por las sociedades no financieras. Tras registrar una tendencia a la baja, parece que los rendimientos de estos bonos se estabilizaron en torno al 0,45 % hacia finales de julio. Los niveles actuales son más de 80 puntos básicos inferiores a los observados a principios de año y pueden atribuirse, en gran medida, al CSPP (véase también el recuadro 2 del *Boletín Económico* de agosto de 2016). Los rendimientos de los bonos bancarios siguieron un patrón similar, aunque su retroceso ha sido menos pronunciado.

El resultado del referéndum del Reino Unido provocó una enérgica reacción de los mercados internacionales de renta variable, y las entidades de crédito de la zona del euro fueron las más afectadas. Los índices bursátiles de valores no bancarios de la zona del euro y de valores bancarios y no bancarios de Estados Unidos se han recuperado de los descensos iniciales de los precios observados después del referéndum británico. Las cotizaciones de estos valores al final del período de referencia superaron a las observadas a principios de junio. Aunque los precios de los valores bancarios de la zona han experimentado un aumento considerable desde el mínimo registrado el 6 de julio, continúan siendo sustancialmente inferiores a los del índice de mercado más amplio, especialmente desde una perspectiva de más largo plazo.

Gráfico 7
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

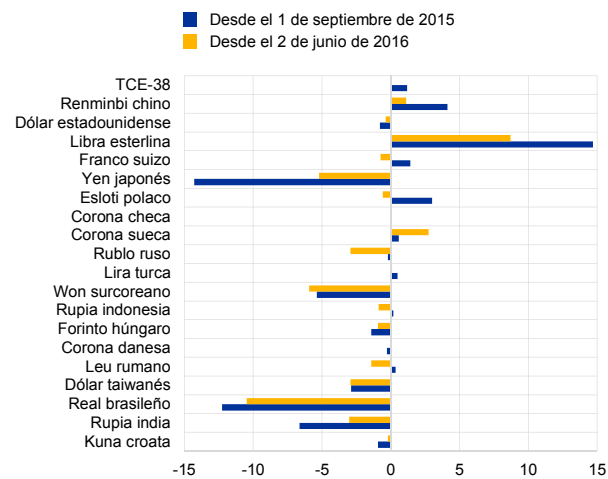
(1 de enero de 2016 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde al 7 de septiembre de 2016.

Gráfico 8
Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.
Nota: TCE-38 representa el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

En los mercados de divisas, el euro se ha mantenido prácticamente invariable en términos efectivos. Esto se debió, fundamentalmente, a que la moneda única se apreció un 9,3 % frente a la libra esterlina, en un contexto de aumento de la incertidumbre tras el resultado del referéndum del Reino Unido, que se vio contrarrestado por el debilitamiento del euro frente a la mayoría de las principales monedas, con la excepción del dólar estadounidense. En particular, la mayor volatilidad y la disminución del apetito por el riesgo favorecieron al yen japonés, lo que se plasmó en una depreciación del euro frente a la moneda japonesa de alrededor del 5,9 %. El euro también se debilitó ligeramente frente al franco suizo y, en mayor medida, frente a las monedas de la mayor parte de las economías emergentes y de los países exportadores de materias primas (véase gráfico 8).

3 Actividad económica

El crecimiento del PIB real de la zona del euro se normalizó en el segundo trimestre, tras registrar un sólido resultado en el primero. El crecimiento se sustentó en la demanda exterior neta, así como en las continuas y pequeñas contribuciones positivas de la demanda interna. Los indicadores de opinión más recientes han mostrado capacidad de resistencia y apuntan a la continuación de un crecimiento moderado en el tercer trimestre. De cara al futuro, se espera que la recuperación económica de la zona del euro avance a un ritmo discreto, pero constante. La demanda interna sigue viéndose impulsada por la transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real. Las favorables condiciones de financiación, la reducción de los ratios de apalancamiento y la mejora de la rentabilidad empresarial siguen estimulando la inversión. El aumento sostenido del empleo, que también se está beneficiando de las reformas estructurales acometidas en el pasado, y unos precios del petróleo aún relativamente bajos deberían proporcionar un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Además, se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea ligeramente expansiva en 2016 y se torne básicamente neutral en 2017 y 2018. La debilidad del entorno exterior, el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales, así como el ajuste de los balances en algunos sectores, continúan afectando a las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. Además, se espera que el resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido en relación con la UE siga frenando la demanda externa de la zona del euro. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,7 % en 2016 y del 1,6 % en 2017 y 2018.

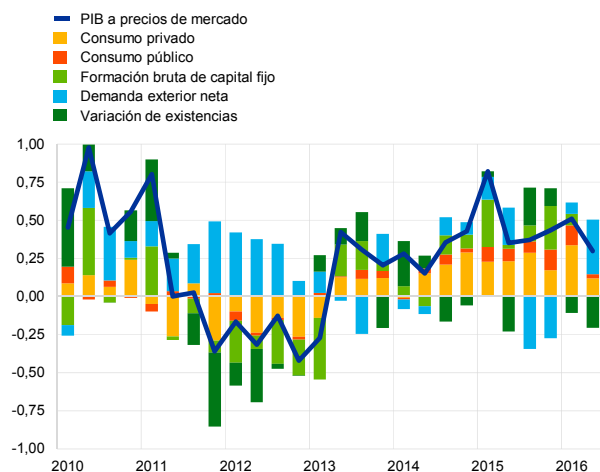
La expansión económica de la zona del euro continúa, observándose una normalización del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2016,

tras los fuertes incrementos registrados en el primero. En el segundo trimestre de 2016, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 0,3 %, en tasa intertrimestral, desde el 0,5 % del primer trimestre. Por el lado de la producción, el valor añadido experimentó un incremento intertrimestral del 0,3 % y se vio impulsado por la industria (excluida la construcción) y los servicios, mientras que el valor añadido de la construcción disminuyó. Por países, el avance del PIB real superó al del trimestre anterior en Alemania, España y Países Bajos, mientras que fue nulo en Francia y en Italia. En general, la actividad estuvo respaldada por una contribución positiva de la demanda exterior neta y por la persistencia de una contribución positiva, aunque menor que en el trimestre anterior, de la demanda interna.

El consumo privado, el principal factor impulsor de la recuperación económica en los últimos años, solo aumentó ligeramente en el segundo trimestre.

Gráfico 9
PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



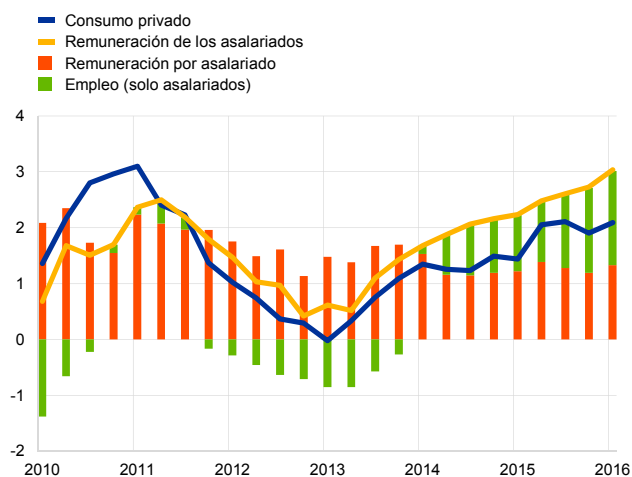
Fuente: Eurostat.

Nota: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2016.

Esta desaceleración puede reflejar cierta normalización con respecto al primer trimestre tras el fuerte crecimiento registrado por el consumo en ese período. No obstante, se espera que el consumo continúe siendo uno de los principales motores de la recuperación actual, especialmente porque los mercados de trabajo siguen recuperándose y la confianza de los consumidores se mantiene en niveles elevados.

Gráfico 10 Rentas del trabajo y consumo privado en términos nominales

(tasas de variación interanual y contribuciones interanuales, en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2016. Tanto el consumo privado como las rentas del trabajo se expresan en términos nominales.

El reciente avance del consumo privado de la zona del euro ha sido consecuencia en gran parte del aumento del empleo.

Aunque los bajos precios del petróleo han favorecido el consumo privado durante los dos últimos años, las rentas del trabajo se han ido convirtiendo en el principal factor impulsor de la renta disponible de los hogares. Dado que la contribución del crecimiento de los salarios nominales al crecimiento de la renta disponible total se ha reducido ligeramente durante la recuperación, la contribución del empleo, más que los salarios, ha impulsado las rentas del trabajo en términos nominales recientemente (véase gráfico 10). Esto refleja las continuas mejoras en los mercados de trabajo de la zona del euro, que se han recuperado con mayor fuerza de lo que cabría esperar atendiendo a la evolución del PIB real (véase el artículo titulado «La relación entre el empleo y el PIB desde la crisis» en este número del *Boletín Económico*). La mejora de las condiciones de concesión del crédito bancario, reforzada por las medidas de política

monetaria del BCE, debería seguir respaldando el crecimiento del consumo privado en el futuro. Aunque los bajos tipos de interés han tenido un impacto sobre los ingresos por intereses generados, también se han dejado sentir en los pagos por intereses, lo que ha hecho que, en promedio, los ingresos netos por intereses de los hogares de la zona del euro apenas se hayan visto afectados. Habida cuenta de que los prestatarios netos suelen mostrar una mayor propensión marginal al consumo que los ahorradores netos, esta redistribución de ingresos/pagos por intereses debería prestar un apoyo adicional al consumo privado agregado (véase también el recuadro titulado «Bajos tipos de interés e ingresos netos por intereses de los hogares», publicado en el *Boletín Económico* de junio de 2016).

Los mercados de trabajo de la zona del euro han continuado mejorando, como ponen de manifiesto la caída de las tasas de paro, el aumento del empleo y las elevadas expectativas de empleo.

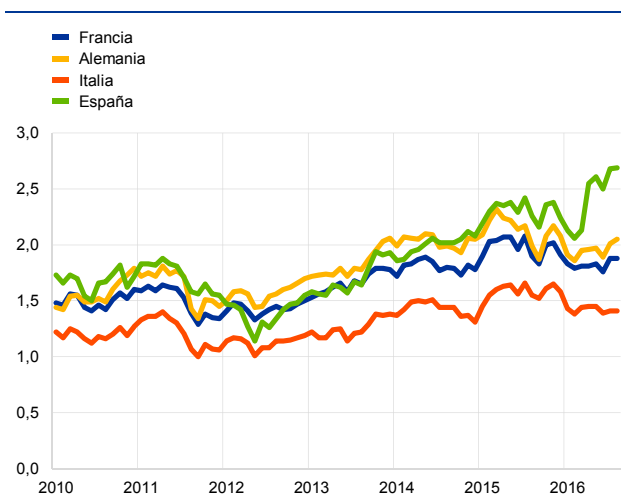
En el primer trimestre de 2016, el empleo siguió creciendo, a una tasa intertrimestral del 0,3 %. En consecuencia, el empleo en la zona del euro se situó un 1,4 % por encima del nivel registrado un año antes, lo que representa el mayor ritmo de avance interanual registrado desde la primera mitad de 2008. Información más reciente, como la procedente de las encuestas, sigue apuntando a la persistencia de mejoras moderadas en los mercados de trabajo de la zona del euro. Sin embargo, el total de horas trabajadas en la zona ha ido a la zaga del crecimiento del empleo, lo que en parte se debe al aumento del trabajo a tiempo parcial (véase el recuadro titulado «Factores determinantes de la evolución de las

horas medias trabajadas por persona empleada desde 2008» en este *Boletín Económico*). La tasa de paro de la zona del euro siguió la tendencia descendente iniciada a principios de 2013 y se situó en el 10,1 % en el segundo trimestre de 2016, la más baja desde mediados de 2011. En julio, la tasa de paro se mantuvo en ese nivel. Los indicadores más amplios del grado de holgura del mercado de trabajo, que también tienen en cuenta a sectores de la población en edad de trabajar que se ven obligados a trabajar a tiempo parcial o que se han retirado del mercado laboral, se mantienen en cotas elevadas, y están disminuyendo a un ritmo más lento que el desempleo.

El crecimiento de la inversión se ralentizó considerablemente en el segundo trimestre, debido a la caída de la producción industrial de bienes de equipo y de la actividad en la construcción. Es probable que la evolución relativamente débil de la inversión total en el segundo trimestre esté reflejando una menor inversión en vivienda, tras las favorables condiciones meteorológicas del trimestre anterior, que llevaron a una producción de la construcción relativamente mayor en ese trimestre. La escasa producción de bienes de equipo, relacionada en parte con la debilidad del entorno exterior, también fue un importante factor limitador de la inversión empresarial, junto con la menor utilización de la capacidad productiva.

Gráfico 11

Ratio valor de mercado/valor contable



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: La ratio valor de mercado/valor contable se usa para comparar el valor de mercado de una acción con su valor contable. El valor de mercado de una acción es una medida adelantada que refleja los flujos de efectivo futuros de la empresa. Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2016.

Habida cuenta de la mejora de la situación interna de la zona del euro, es probable que la inversión, tanto empresarial como en construcción, se recupere a corto plazo.

En general, la mejora de las condiciones de financiación, el aumento de la confianza en el sector de la construcción y el número creciente de visados de obra nueva concedidos apuntan a una recuperación del crecimiento de la inversión en el tercer trimestre. Además, según la encuesta de la Comisión Europea, el efecto limitador de la demanda sobre la producción de bienes de equipo se habría ido reduciendo continuamente desde 2013, y en el tercer trimestre registró niveles no observados desde principios de 2012. La recuperación de la demanda, la orientación acomodaticia de la política monetaria y la mejora de las condiciones de financiación deberían seguir estimulando tanto la inversión empresarial como la inversión en construcción. La mejora de los beneficios en los últimos meses (véase gráfico 11) y la necesidad de reemplazar el capital tras años de escaso

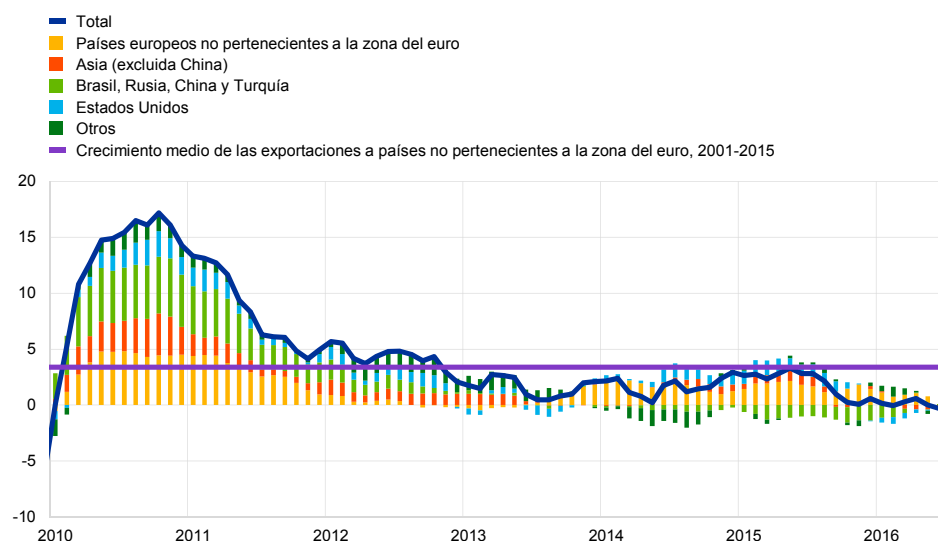
dinamismo en la formación de capital fijo también deberían favorecer la inversión total en adelante. Sin embargo, la incertidumbre relativa a las futuras relaciones de la UE con el Reino Unido y las posibles implicaciones para la economía de la zona del euro podrían afectar a las perspectivas de inversión. Además, las necesidades de desapalancamiento y el lento ritmo de aplicación de las reformas, especialmente en algunos países, así como las débiles perspectivas de crecimiento potencial, también podrían moderar el avance de la inversión.

La persistente debilidad del entorno exterior ha continuado lastrando las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro en 2016 (véase gráfico 12). Los factores determinantes de la debilidad del comercio internacional son múltiples (véase el recuadro 1 de este *Boletín Económico*), y uno de ellos está relacionado con la creciente producción local en los mercados nacionales como resultado de cambios en los patrones de la demanda global, de cuestiones relacionadas con los costes laborales y de requisitos de contenido nacional (véase el recuadro 4 de este *Boletín Económico*). El débil crecimiento de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro en el segundo trimestre se debió fundamentalmente al descenso de las exportaciones a Asia (excluida China), a los países productores de petróleo pertenecientes a la OPEP y a América Latina. La contribución al crecimiento de las exportaciones de bienes de Estados Unidos y de Rusia fue básicamente neutral, mientras que China y los países europeos no pertenecientes a la zona del euro contribuyeron positivamente. Pese a ser todavía muy débil, el crecimiento de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro superó al de las importaciones globales de bienes en la primera mitad de 2016 y llevó a un aumento de las cuotas de exportación en comparación con el segundo semestre de 2015, en parte debido a algunos efectos retardados, todavía positivos, de las variaciones del tipo de cambio efectivo del euro. Es probable que estos factores favorables se desvanezcan gradualmente, y las señales procedentes de las encuestas, los pedidos exteriores y la producción industrial apuntan a la persistencia del débil dinamismo de las exportaciones a corto plazo. A más largo plazo, se prevé que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro crezcan con mayor fuerza, tras un repunte gradual del comercio internacional.

Gráfico 12

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

(tasas de variación interanual de la media móvil de tres meses; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

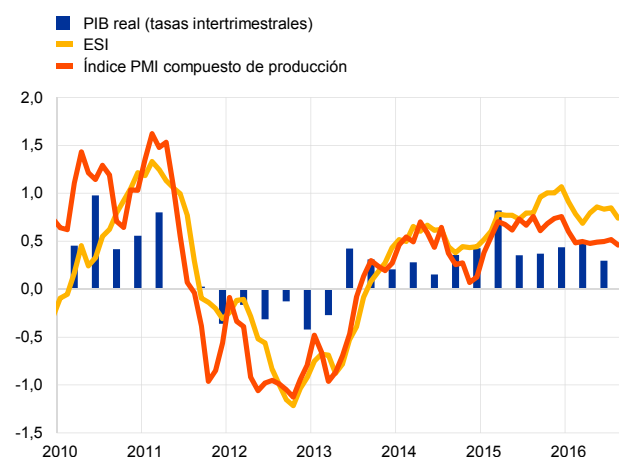
Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2016 para los países europeos no pertenecientes a la zona del euro y a junio de 2016 para el resto. Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se expresan en términos reales.

Los riesgos para las perspectivas del comercio continúan situados a la baja y están relacionados fundamentalmente con los efectos adversos derivados del referéndum celebrado en el Reino Unido en relación con la UE. El crecimiento de las exportaciones de bienes al Reino Unido ya empezó a perder impulso a comienzos de 2016. A ello se ha sumado la considerable depreciación de la libra frente al euro. Es probable que la mayor debilidad de la demanda de importaciones en el Reino Unido tenga un impacto directo adverso sobre el comercio de la zona del euro, ya que este país es uno de los mayores socios comerciales de la zona, aunque también uno indirecto, por los efectos de contagio sobre el comercio a través de otros países.

En conjunto, los indicadores de corto plazo apuntan a la continuación de un crecimiento moderado en el tercer trimestre. El indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea cayó en agosto, y el descenso fue generalizado en los distintos sectores, reflejando una peor valoración de la situación actual, así como menores expectativas. En particular, la valoración arrojó resultados negativos en relación con las carteras de pedidos totales, al igual que con las carteras de pedidos exteriores, de las manufacturas, especialmente en el sector de bienes de equipo, que mostró una caída acusada en agosto. Además, el índice PMI compuesto de producción descendió ese mes. Sin embargo, en julio y agosto, el valor medio de ambos indicadores se mantuvo básicamente en el mismo nivel que en el segundo trimestre y permaneció por encima de sus niveles medios a largo plazo, lo que apunta a la continuación de un crecimiento moderado (véase gráfico 13).

Gráfico 13
PIB real, índice PMI compuesto de producción y ESI de la zona del euro

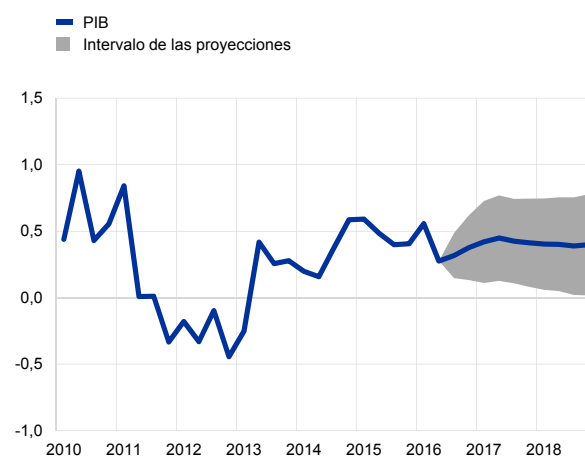
(tasas de crecimiento intertrimestral y saldos netos normalizados; índices de difusión)



Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.
 Nota: Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre de 2016 para el PIB y a agosto de 2016 para el indicador ESI y el índice PMI.

Gráfico 14
PIB real de la zona del euro (incluidas las proyecciones)

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016», publicado en el sitio web del BCE el 8 de septiembre de 2016.
 Notas: Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», BCE, diciembre de 2009, disponible en el sitio web del BCE.

De cara al futuro, se espera que la expansión económica de la zona del euro prosiga a un ritmo moderado, pero sostenido. Se prevé que la demanda interna mantenga su capacidad de resistencia, sustentada en la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE y en la política fiscal en 2016. La inversión debería verse impulsada por mejoras adicionales en la rentabilidad empresarial, así como por la necesidad de modernizar el *stock* de capital tras años de contención de la inversión. Se espera que el aumento continuo del empleo, la mejora de las condiciones de concesión del crédito bancario y unos precios del petróleo aun relativamente bajos sostengan el gasto de consumo. Sin embargo, se prevé que la recuperación económica de la zona del euro se vea frenada por una demanda exterior todavía débil, en parte como consecuencia de la incertidumbre generada tras el resultado del referéndum en el Reino Unido, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,7 % en 2016, y del 1,6 % en 2017 y en 2018 (véase gráfico 14). Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados, principalmente, con el entorno exterior.

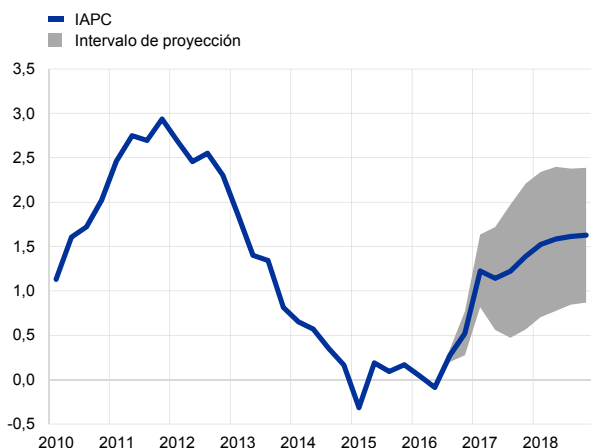
4 Precios y costes

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,2 % en agosto de 2016, sin variación con respecto a julio. Aunque la inflación interanual de la energía continuó aumentando, la inflación de los bienes industriales no energéticos y de los servicios fue ligeramente inferior a la registrada en julio. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, se espera que las tasas de inflación sigan siendo bajas en los próximos meses y que comiencen a repuntar hacia finales de 2016, debido en gran parte a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Posteriormente, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían continuar incrementándose. Este patrón general también se refleja en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, el 1,2 % en 2017 y el 1,6 % en 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen prácticamente sin cambios.

Gráfico 15

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 BCE para la zona del euro de septiembre de 2016», publicado en el sitio web del BCE el 8 de septiembre de 2016.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre de 2016 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2018 (proyecciones).

La inflación general se mantuvo en niveles reducidos en agosto de 2016.

Según la estimación de avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 0,2 % en agosto, sin variación con respecto a julio, pues el aumento de la inflación de la energía se vio compensado por una ligera reducción de la inflación de los bienes industriales no energéticos y de los servicios (véase gráfico 16). Esta evolución se produjo tras sucesivos avances de la inflación general, que pasó del -0,2 % en abril al 0,2 % en julio, impulsada principalmente por una inflación de la energía menos negativa y una inflación de los alimentos más elevada.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente no muestra señales claras de una tendencia al alza.

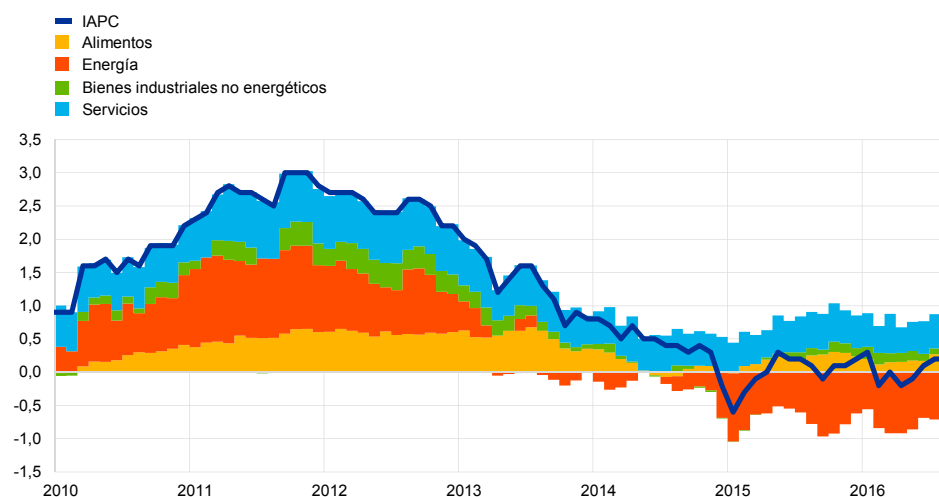
Tras los avances registrados en la primera mitad de 2015, la inflación interanual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ha oscilado en torno al 1 % desde el pasado verano. Además, tampoco otros indicadores de la inflación subyacente han mostrado signos claros de un impulso

al alza (véase gráfico 17). Ello puede deberse, en parte, a los efectos indirectos a la baja derivados de las acusadas caídas que registraron anteriormente los precios del petróleo y de otras materias primas. Cabe destacar que las presiones internas sobre los costes —especialmente, el crecimiento salarial— se han mantenido contenidas.

Gráfico 16

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2016 (estimaciones de avance).

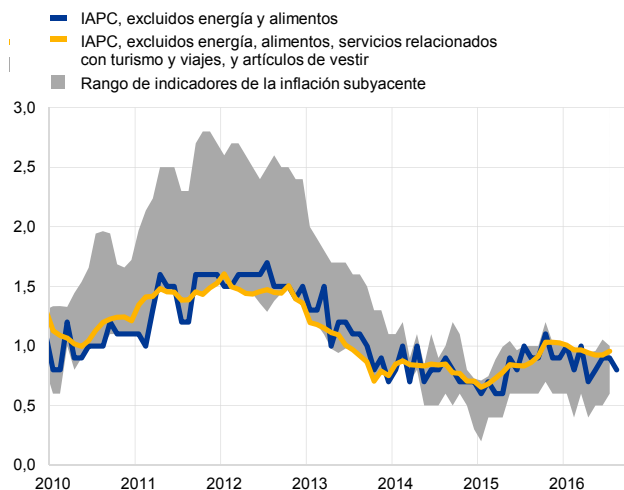
Las presiones latentes continuaron siendo débiles. La tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se situó en el $-1,3\%$ en julio, registrando un descenso con respecto al $-0,7\%$ de junio y alcanzando un nivel cercano al mínimo reciente del $-1,4\%$ de abril (véase gráfico 18). Este patrón refleja principalmente el impacto de la evolución del tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro. En otras fases de la cadena de precios, los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio permanecieron estables y su tasa de crecimiento interanual se situó en el 0% en julio, sin variación con respecto a junio. Aunque es probable que la mejora de las condiciones económicas haya ejercido presiones al alza sobre los precios industriales, estas pueden haber sido contrarrestadas por los bajos precios de las materias primas.

La evolución del deflactor del PIB sugiere que las presiones inflacionistas internas han cobrado fuerza desde mediados de 2014. Esto es consecuencia del aumento de los márgenes de beneficio, mientras que los costes laborales se han mantenido contenidos. Es probable que el incremento de los márgenes refleje los cambios en la relación real de intercambio asociados a la caída de los precios del petróleo (véase el recuadro titulado «¿Qué factores han determinado la reciente disociación entre el deflactor del PIB y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro?» de este número del *Boletín Económico*). El crecimiento de los salarios ha continuado siendo moderado, debido a una serie de factores, como el grado de holgura del mercado de trabajo, que todavía es significativo, y el débil crecimiento de la productividad¹. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se situó en el $1,4\%$ en el segundo trimestre de 2016, sin variación con respecto al primer trimestre.

¹ Véase el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

Gráfico 17**Indicadores de la inflación subyacente**

(tasas de variación interanual)

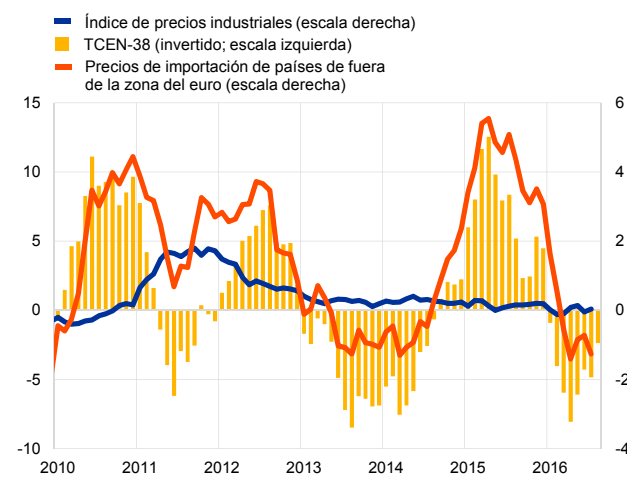


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye lo siguiente: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media truncada del 10 %; la media truncada del 30 %; la mediana del IAPC y la medida basada en un modelo factorial dinámico. Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2016 para la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación de avance), y a julio de 2016 para el resto de indicadores.

Gráfico 18**Precios industriales y precios de importación**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos mensuales. Las observaciones más recientes corresponden a julio de 2016 en el caso de los precios industriales y de los precios de importación, y a agosto de 2016 en el caso del TCEN-38. El TCEN-38 está invertido.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han seguido disminuyendo y permanecen considerablemente por debajo de los indicadores basados en encuestas de opinión. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo descendieron entre principios de junio y comienzos de septiembre. La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se redujo desde el 1,48 % registrado a principios de junio hasta el 1,29 % a comienzos de septiembre (véase gráfico 19). Las caídas fueron especialmente acusadas en torno a la fecha del referéndum en el Reino Unido (en parte, debido a factores técnicos relacionados con los flujos hacia activos nominales más seguros). Posteriormente, las condiciones de los mercados financieros se normalizaron, pero la tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años solo registró una leve recuperación con respecto a su mínimo del 1,25 % observado el 10 de julio. Al mismo tiempo, los mercados siguen descontando un riesgo de deflación limitado. En cambio, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro basados en las encuestas de opinión (como la encuesta a expertos en previsión económica del BCE) se han mantenido básicamente sin variación.

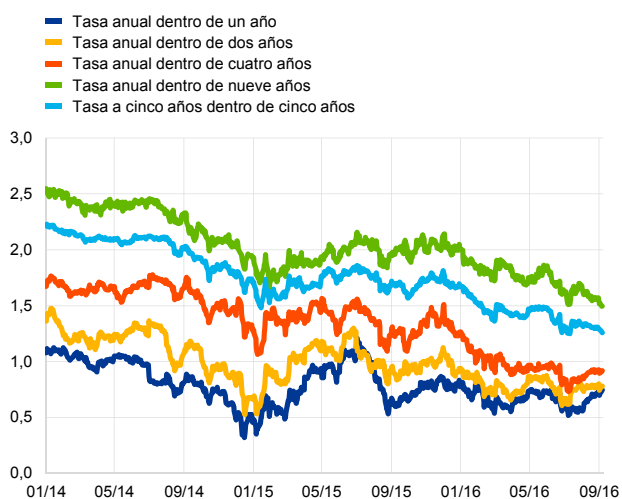
De cara al futuro, las proyecciones indican que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro repuntará hacia finales de 2016, y volverá a aumentar en 2017 y 2018. Sobre la base de la información disponible a mediados de agosto, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016 sitúan la inflación medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, con un aumento posterior hasta alcanzar el 1,2 %

en 2017 y el 1,6 % en 2018 (véase gráfico 15)². En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen prácticamente sin cambios.

Gráfico 19

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden al 7 de septiembre de 2016.

Se espera que la inflación subyacente aumente de forma gradual durante el horizonte de las proyecciones a medida que se vayan acumulando lentamente presiones al alza generadas por la menor holgura de la economía. Se prevé que la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, como refleja el acusado descenso de la tasa de desempleo, impulse un repunte gradual del crecimiento salarial y de la inflación subyacente durante el horizonte de las proyecciones. En el contexto de la recuperación económica en curso, también se espera que se produzcan más presiones al alza sobre la inflación subyacente por las mejoras en la capacidad de las empresas para fijar precios y del correspondiente aumento cíclico de los márgenes. La disminución de los efectos indirectos moderadores de la evolución de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas también debería contribuir al incremento esperado de la inflación subyacente. Asimismo, cabe prever efectos al alza como resultado de la intensificación de las presiones sobre los precios

a escala mundial con carácter más general, pero se espera que la desaparición progresiva de las presiones alcistas generadas por depreciaciones anteriores del euro afecte al ascenso de la inflación subyacente en los próximos años. En conjunto, el repunte gradual de la inflación subyacente debería respaldar el avance de la inflación general a lo largo de 2017 y 2018.

² Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016», publicado en el sitio web del BCE el 8 de septiembre de 2016.

5 Dinero y crédito

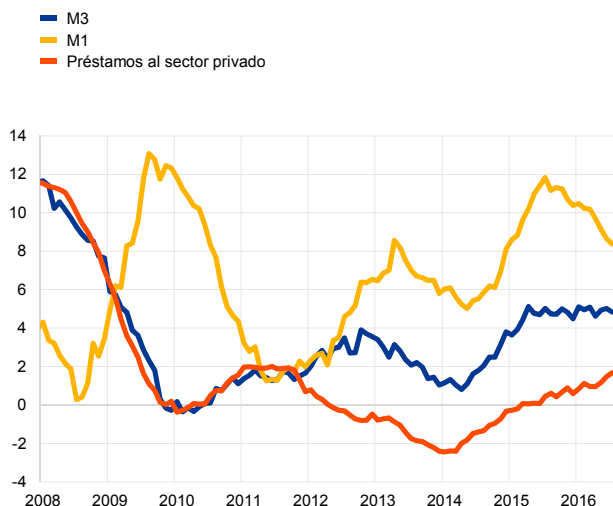
El crecimiento monetario siguió siendo sólido en el segundo trimestre de 2016 y en julio. Asimismo, el crecimiento de los préstamos continuó recuperándose gradualmente. Las fuentes internas de creación de dinero volvieron a ser el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Los bajos tipos de interés y los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE siguen apoyando el crecimiento monetario y crediticio. Las entidades de crédito han ido trasladando sus favorables condiciones de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos y han relajado los criterios de concesión, sustentando así la recuperación del crecimiento del crédito. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras aumentó en el segundo trimestre de 2016.

El agregado monetario amplio continuó creciendo a un ritmo sólido.

La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo ligeramente al 4,8 % en julio de 2016, tras haber permanecido en torno al 5 % desde abril de 2015 (véase gráfico 20). El crecimiento de M3 volvió a sustentarse en los componentes más líquidos, en el contexto de los bajos costes de oportunidad de mantener estos depósitos en un entorno de tipos de interés muy bajos y un perfil plano de la curva de rendimientos. Además de los bajos costes de oportunidad de mantener liquidez, el sólido crecimiento de M3 refleja el impacto de las medidas de política monetaria no convencionales: concretamente, entradas de fondos relacionadas con la venta de valores por parte del sector tenedor de dinero en el marco del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del Eurosistema y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés). La tasa de crecimiento de M1 ha disminuido durante los últimos meses, desde el nivel máximo alcanzado en julio de 2015, aunque se mantiene en un nivel elevado.

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

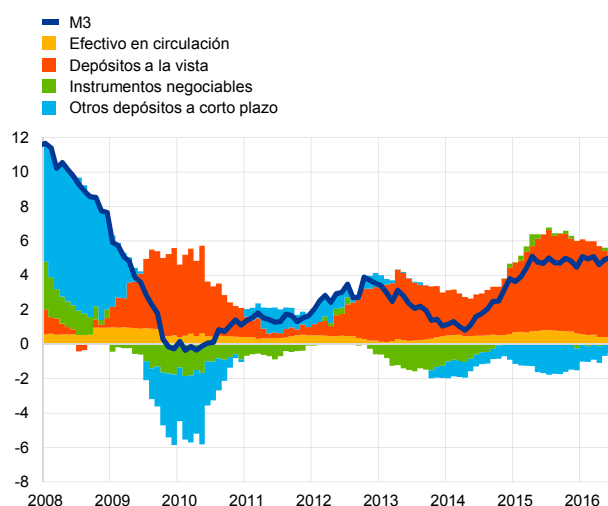
(tasas de variación interanual, datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y *cash pooling* nacional. La observación más reciente corresponde a julio de 2016.**Gráfico 21****M3 y sus componentes**

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



Fuente: BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a julio de 2016.

Los depósitos a la vista, que representan en torno a la mitad del saldo vivo de M3 y el grueso de M1, siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento de M3 (véase gráfico 21). En particular, los depósitos a la vista del

sector privado no financiero continuaron creciendo con vigor, mientras que los de entidades financieras no bancarias siguieron reduciéndose. Esta distinción es importante, puesto que la propiedad de M1 como indicador adelantado del crecimiento económico se basa, concretamente, en la dinámica observada en el sector no financiero. La tasa de crecimiento del efectivo en circulación mantuvo su tendencia a la moderación, es decir, no existen indicios de que el sector tenedor de dinero esté sustituyendo los depósitos por tesorería, debido a los tipos de interés muy bajos o negativos. En cambio, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) registraron una nueva contracción en el segundo trimestre de 2016 y en julio. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, se recuperó en cierta medida durante este período, gracias al sólido crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario y al aumento de las tenencias de valores representativos de deuda a corto plazo por parte de las entidades de crédito.

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Entre ellas,

el crédito a las Administraciones Públicas volvió a ser el factor más importante en la creación de dinero, mientras que el crédito concedido al sector privado continuó recuperándose gradualmente. El primer factor refleja las medidas de política monetaria no convencionales del BCE: principalmente, las compras de activos del BCE en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y

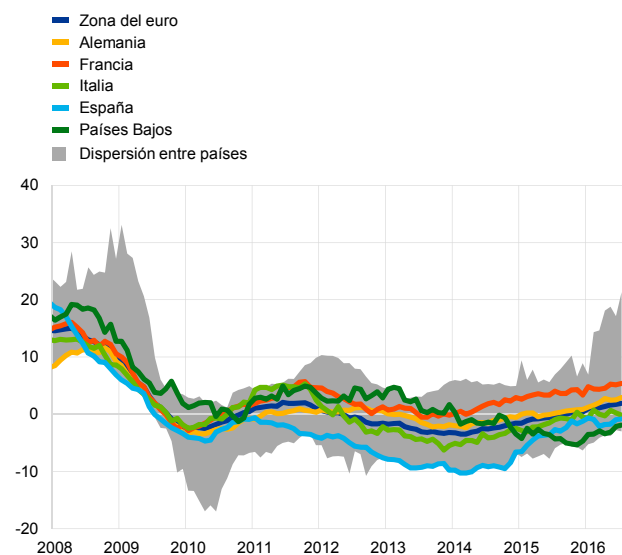
reservas) de las instituciones financieras monetarias (IFM) —cuya tasa de variación interanual ha sido negativa desde el segundo trimestre de 2012— siguieron disminuyendo en el segundo trimestre de 2016 y en julio. Esta evolución refleja, en particular, el impacto de la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II, en sus siglas en inglés), que actúa como sustituto de la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados. Además, el perfil plano de la curva de rendimientos ha hecho que a los inversores les resulte menos atractivo mantener depósitos a largo plazo y bonos bancarios. Entretanto, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM continuó siendo el principal lastre del crecimiento interanual de M3, debido a las salidas continuadas de capital de la zona del euro; las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP contribuyen notablemente a esta tendencia, ya que los ingresos de estas ventas se invierten, sobre todo en instrumentos fuera de la zona del euro.

La actividad crediticia continuó recuperándose gradualmente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y *cash pooling* nocional) volvió a aumentar en el segundo trimestre de 2016 y en julio (véase gráfico 20). El crecimiento de los préstamos, particularmente de los otorgados a las sociedades no financieras, mejoró durante este período (véase gráfico 22), habiéndose recuperado sustancialmente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014. Esta mejora es generalizada en los países más grandes, aunque las tasas de crecimiento de los préstamos son aún negativas en algunas jurisdicciones. En comparación, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares repuntó ligeramente en el segundo trimestre de 2016 y permaneció sin variación en julio (véase gráfico 23). Las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (fundamentalmente, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y las mejoras en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Sin embargo, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y los niveles todavía altos de préstamos dudosos en algunos países siguen lastrando el crecimiento de los préstamos.

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual)



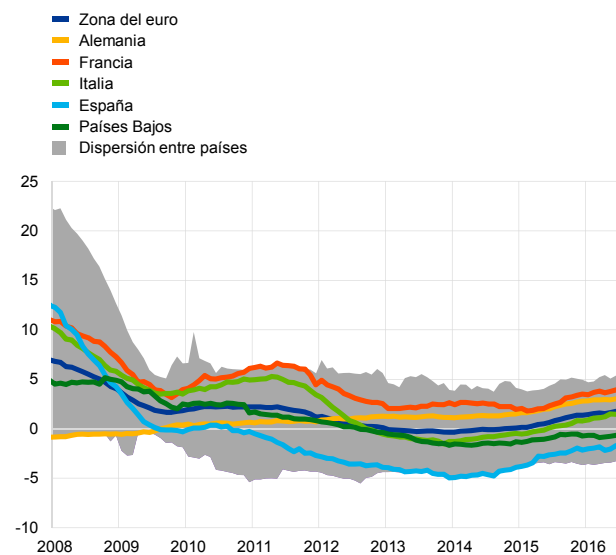
Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulaciones, otras transferencias y *cash pooling* nacional. 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 observación más reciente corresponde a julio de 2016.

Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulaciones, otras transferencias y *cash pooling* nacional. 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 observación más reciente corresponde a julio de 2016.

La nueva relajación neta de los criterios de aprobación del crédito y el continuado incremento de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares siguieron contribuyendo a la recuperación del crecimiento de los préstamos.

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2016, las presiones de la competencia se mantuvieron como el principal factor determinante de la relajación de los criterios de aprobación del crédito. Asimismo, el aumento de la demanda de préstamos estuvo impulsado por una variedad de factores¹, incluidos el nivel bajo general de tipos de interés, las necesidades de financiación de fusiones y adquisiciones, y las favorables perspectivas del mercado de la vivienda (véase la [encuesta](#)). En este contexto, el efecto principal de las TLTRO sobre la oferta de crédito se plasmó en una relajación de las condiciones de los préstamos. Los bancos también indicaron que la liquidez adicional procedente de las TLTRO se utilizó, principalmente, para la concesión de préstamos. Además, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que las TLTRO han tenido un impacto positivo en su rentabilidad.

El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda disminuyó en julio hasta registrar un mínimo histórico, después de estabilizarse, en términos generales, en el segundo trimestre de 2016 (véase gráfico 24). El notable descenso de julio fue motivado primordialmente por una caída de los rendimientos de los bonos, mientras que el coste de los depósitos

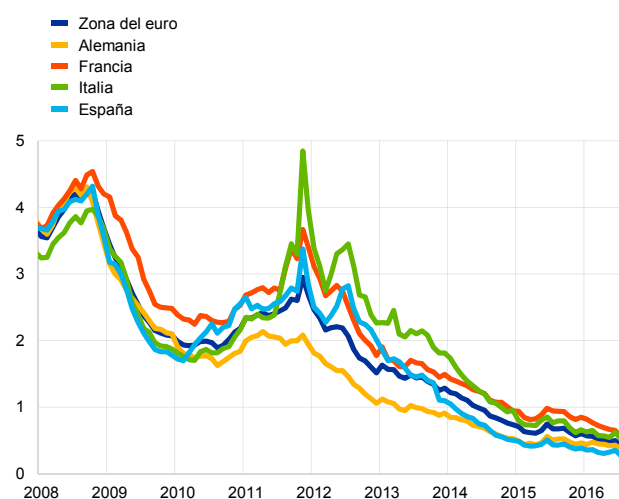
¹ Véase el recuadro titulado «Restricciones financieras en las regiones de la zona del euro» en este número del *Boletín Económico*.

disminuyó solo ligeramente. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, la amortización neta de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM, el fortalecimiento de los balances de las entidades de crédito y la menor fragmentación de los mercados financieros han favorecido la reducción del coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda. En consonancia con la evolución reciente, en la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2016 las entidades de crédito de la zona del euro señalaron una mejora del acceso a la financiación mediante valores representativos de deuda en el segundo trimestre de 2016.

Gráfico 24

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

(coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; porcentajes)



Fuentes: BCE, Merrill Lynch Global Index y cálculos del BCE.

Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La observación más reciente corresponde a julio de 2016.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido al sector privado se mantuvieron en una tendencia a la baja en el segundo trimestre de 2016 y en julio

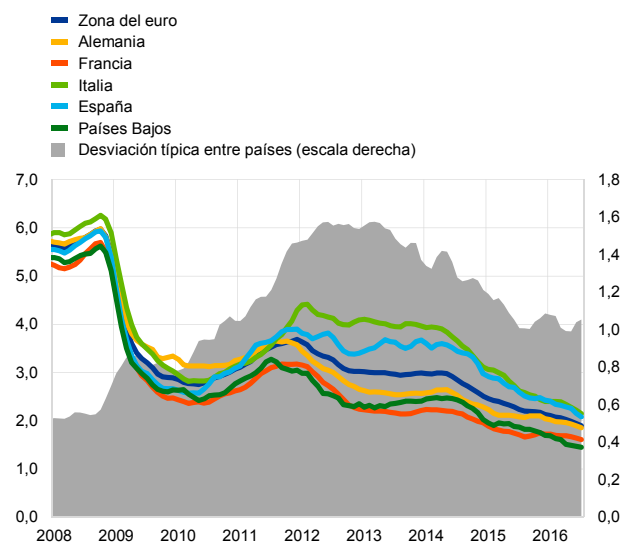
(véanse gráficos 25 y 26). Los tipos de interés sintéticos del crédito concedido a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido notablemente más que los tipos de referencia del mercado desde junio de 2014, lo que señala una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios. El descenso de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido la reducción de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Entre mayo de 2014 y julio de 2016, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares para la adquisición de vivienda en la zona del euro cayeron en torno a 100 puntos básicos. La caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios fue especialmente acusada en los países vulnerables de la zona del euro, lo que indica una menor fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro. En el mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro siguió

una trayectoria descendente. Esto indica que, en general, las pequeñas y medianas empresas se han estado beneficiando en mayor grado que las grandes empresas de la contracción de los tipos de interés de los préstamos.

Gráfico 25

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



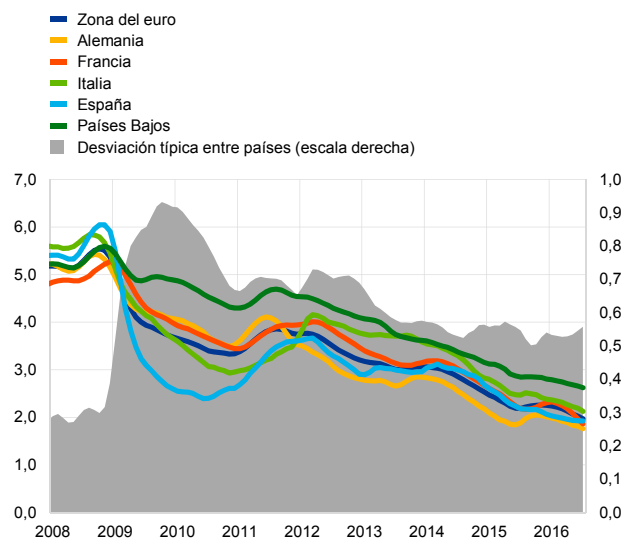
Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a julio de 2016.

Gráfico 26

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a julio de 2016.

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó en el segundo trimestre de 2016.

La financiación externa de las sociedades no financieras se sitúa actualmente en niveles observados a finales de 2004 (antes del comienzo del período de excesivo crecimiento del crédito). La recuperación registrada desde principios de 2014 en la financiación externa de las sociedades no financieras se ha sustentado en la mejora de la actividad económica, la reducción adicional del coste de los préstamos bancarios, la relajación de las condiciones de concesión de dichos préstamos, el muy bajo coste de los valores de renta fija y el número más elevado de fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras, que se sitúan en máximos históricos, han reducido la necesidad de financiación externa.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó nuevamente en abril y en mayo de 2016, antes de registrar una contracción en junio.

El fortalecimiento de abril y de mayo fue respaldado, entre otros factores, por el paquete de medidas de política monetaria del BCE anunciado en marzo de 2016, que incluyen el programa de compras de bonos corporativos, y fue generalizado en todos los países². La moderación observada en junio se debió, muy probablemente, a las preocupaciones sobre el referéndum del Reino Unido. La evidencia disponible sugiere que la emisión

² Véase también el recuadro titulado «El mercado de renta fija privada y el programa de compras de bonos corporativos del BCE», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.

de bonos corporativos volvió a aumentar ligeramente en julio y en agosto. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se ha mantenido bastante moderada en los últimos meses.

Se estima que el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro cayó en julio de 2016 hasta un nuevo mínimo histórico, antes de volver en agosto a los niveles observados en el segundo trimestre de 2016. El descenso de julio se debió a una disminución del coste de la financiación mediante acciones y a un descenso del coste de la financiación mediante valores de renta fija, mientras que el incremento de agosto fue atribuible exclusivamente a un aumento del coste de la financiación mediante acciones. Dicho coste siguió la evolución de los precios de las acciones y de los beneficios esperados. El coste de la financiación mediante valores de renta fija continuó reduciéndose durante el período comprendido entre junio y agosto, como consecuencia de las medidas de política monetaria del BCE de marzo de 2016 y la caída de los rendimientos a escala mundial.

Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro continúe reduciéndose durante el horizonte de proyección (2016-2018), debido principalmente a los menores pagos por intereses y a unas condiciones cíclicas favorables. A tenor de las proyecciones, la orientación conjunta de la política fiscal de la zona del euro será expansiva en 2016, pero se tornará básicamente neutral en el período 2017-2018. Aunque las proyecciones indican que la deuda agregada en relación con el PIB descenderá durante el horizonte de proyección, esto oculta importantes diferencias entre países. En particular, sería necesario que los países con niveles de deuda elevados realicen esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente, mientras que otros países con margen de maniobra presupuestario deberían utilizarlo para sostener la demanda.

Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas disminuya gradualmente durante el horizonte de proyección. Sobre la base de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2016¹, se prevé que el déficit presupuestario descienda desde el 2,1 % del PIB de 2015 hasta el 1,5 % del PIB en 2018 (véase cuadro). Según las proyecciones, en 2016, los menores pagos por intereses, junto con unas condiciones cíclicas favorables, compensarán con creces la relajación de la política fiscal. Se espera que los reducidos pagos por intereses sigan siendo un importante factor impulsor de la reducción del déficit en 2017 y 2018. En comparación con las proyecciones de junio de 2016, las perspectivas de las finanzas públicas se mantienen prácticamente invariables durante el horizonte de proyección². No se dispondrá de información más detallada sobre los presupuestos de 2017 hasta que los países de la zona del euro presenten, antes de mediados de octubre, sus proyectos de planes presupuestarios.

A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será expansiva en 2016 y se tornará básicamente neutral en 2017 y 2018³.

La relajación de la orientación de la política fiscal en su conjunto en 2016 refleja el impacto de las medidas expansivas por el lado de los ingresos, como los recortes de los impuestos indirectos y de las cotizaciones sociales en varios países de la zona del euro. En general, este tono fiscal expansivo puede considerarse adecuado, en vista de la necesidad de encontrar un equilibrio entre el grado de holgura de la

¹ Véanse las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016, disponibles en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201609.es.pdf?9ff11c812f7b63170b535e291a0368f>.

² Las estimaciones preliminares de las cuentas públicas de Alemania no estarán disponibles hasta después de la fecha de cierre. El superávit de las Administraciones Públicas registrado en el primer semestre de 2016, del 1,2 % del PIB, fue considerablemente superior al presupuesto equilibrado previsto en el programa de estabilidad de Alemania para el conjunto del año. Aunque las cifras para el conjunto del año probablemente sean inferiores a las correspondientes a la primera mitad de 2016, es probable que se registre un superávit significativo.

³ La orientación de la política fiscal se mide como la variación del saldo estructural, es decir, el saldo presupuestario ajustado de ciclo, excluidas las medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero. Para un análisis de este concepto, véase el artículo titulado «La orientación de la política fiscal de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

economía y el limitado margen de maniobra presupuestario, este último en países con una deuda pública elevada. Por lo que respecta al período 2017-2018, las proyecciones indican que la orientación de la política fiscal será básicamente neutral, ya que, probablemente, las medidas que incrementan el déficit por el lado de los ingresos se verán contrarrestadas por las partidas de gasto público primario con un crecimiento menos dinámico. Entre estas últimas se cuentan, en particular, la remuneración de los asalariados y el consumo intermedio, que, según las proyecciones, registrarán un crecimiento inferior al crecimiento tendencial del PIB nominal, mientras que se espera que otras partidas, como las transferencias sociales y la inversión pública, crezcan por encima del potencial.

Cuadro

Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(porcentajes del PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
a. Ingresos totales	46,6	46,7	46,4	45,9	45,7	45,7
b. Gastos totales	49,6	49,3	48,4	47,8	47,4	47,1
<i>De los cuales:</i>						
c. Gasto por intereses	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,9
d. Gasto primario (b - c)	46,8	46,7	46,1	45,7	45,4	45,3
Saldo presupuestario (a - b)	-3,0	-2,6	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5
Saldo presupuestario primario (a - d)	-0,2	0,1	0,3	0,2	0,3	0,4
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,2	-1,9	-1,7	-2,0	-1,8	-1,6
Saldo estructural	-2,2	-1,7	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Deuda bruta	91,1	92,0	90,3	89,5	88,4	87,0
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	-0,2	1,1	1,9	1,7	1,6	1,6

Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2016.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. La ligera variación con respecto a los datos validados de Eurostat de la primavera de 2016 se debe a revisiones recientes de datos, que se han tenido en cuenta en las proyecciones de septiembre.

Se prevé que los elevados niveles de deuda pública de la zona del euro continúen descendiendo.

A tenor de las proyecciones, la deuda en relación con el PIB de la zona del euro, que registró un máximo en 2014, disminuirá gradualmente, desde el 90,3 % del PIB en 2015 hasta el 87 % del PIB a finales de 2018. La reducción prevista de la deuda pública se sustenta en diversos factores, entre los que se incluye una evolución favorable del diferencial entre crecimiento y tipos de interés como resultado de la mejora de las perspectivas macroeconómicas y del supuesto de unos tipos de interés bajos. Unos superávits primarios reducidos y los ajustes negativos entre déficit y deuda también contribuirán a mejorar las perspectivas de deuda. En comparación con las proyecciones de junio de 2016, se espera que la deuda en relación con el PIB de la zona del euro descienda ligeramente al final del horizonte de proyección, lo que está relacionado principalmente con la importante revisión al alza del PIB nominal de Irlanda de 2015⁴. Desde la perspectiva de los distintos países, se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB continúe siendo heterogénea y que más de la mitad de los países de la zona del euro superen el umbral del 60 % al final del horizonte de

⁴ Como resultado de la revisión al alza del PIB nominal de 2015 de Irlanda, la deuda en relación con el PIB de la zona del euro se redujo alrededor de 0,4 puntos porcentuales.

proyección. Además, se espera que en algunos países la ratio de deuda pública siga incrementándose durante el horizonte de proyección.

Es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en países con ratios elevadas de deuda en relación con el PIB.

Estos países deben situar la ratio de deuda pública en una firme senda descendente, ya que son particularmente vulnerables a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o a un repunte de los tipos de interés. A su vez, los países de la zona del euro que dispongan de margen de maniobra fiscal deberían utilizarlo, por ejemplo, incrementando la inversión pública, al tiempo que todos los países deberían esforzarse por lograr que sus presupuestos públicos tengan una composición que promueva el crecimiento.

El pleno cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ayudaría a los países a corregir los desequilibrios presupuestarios, llevándoles así hacia una senda de deuda adecuada.

A este respecto, el 12 de julio, el Consejo Ecofin se mostró de acuerdo con la opinión de la Comisión de que ni España ni Portugal habían adoptado medidas efectivas para corregir sus déficits excesivos en los plazos acordados, 2015 y 2016, respectivamente. Así pues, el 2 de agosto, el Consejo formuló una advertencia sobre las medidas que debían adoptarse para la corrección del déficit excesivo. Esta institución recomendó a Portugal que corrigiera su déficit excesivo este año, mediante un esfuerzo fiscal adicional equivalente al 0,25 % del PIB, y que redujera su déficit presupuestario hasta situarlo en el 2,5 % del PIB. España, a su vez, obtuvo una ampliación de dos años, hasta 2018, del plazo acordado, asociada a un deterioro del déficit estructural del 0,4 % del PIB este año y a mejoras estructurales anuales del 0,5 % del PIB posteriormente. Se ha invitado a ambos países a exponer, antes del 15 de octubre, sus planes acerca de cómo tienen previsto aplicar las recomendaciones del Consejo. Pese a la valoración de que ninguno de estos países había adoptado medidas efectivas, el 8 de agosto el Consejo siguió la recomendación de la Comisión de no imponer sanciones, que en principio deberían aplicarse automáticamente en caso de incumplimiento reiterado del Pacto (como quedó establecido en el paquete legislativo sobre gobernanza económica denominado *six-pack*, en 2011). En un diálogo estructurado que mantendrá próximamente con el Parlamento Europeo, la Comisión explicará su recomendación sobre la utilización del mecanismo para suspender el pago de parte de los fondos estructurales en vista del incumplimiento del Pacto por parte de España y Portugal.

De cara al futuro, será necesario realizar esfuerzos para garantizar que los proyectos de planes presupuestarios sean una herramienta correctora y de alerta temprana efectiva.

Ello requiere la aplicación plena y coherente de las disposiciones del paquete legislativo sobre supervisión presupuestaria (*two-pack*) en el tiempo y en los distintos países. Una vez presentados los proyectos de planes presupuestarios a mediados de octubre, la Comisión evaluará si cumplen plenamente los requisitos del Pacto. En caso de incumplimiento, la Comisión tendrá que devolver los proyectos de planes presupuestarios a los países correspondientes.

Recuadros

1 Determinantes de la desaceleración del comercio mundial: ¿cuál es la «nueva situación normal»?

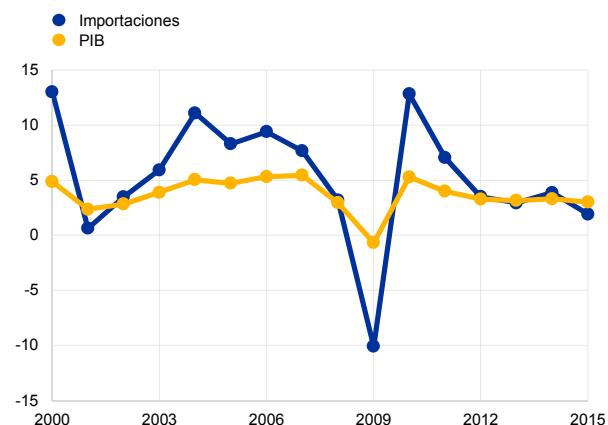
El comercio mundial ha sido excepcionalmente débil durante los cinco últimos años. El crecimiento interanual de las importaciones mundiales lleva por debajo de su media de largo plazo desde mediados de 2011, el período más prolongado de crecimiento inferior a la tendencia en medio siglo. Antes de la Gran Recesión, el comercio internacional creció, en promedio, a un ritmo que más o menos duplicó el del producto mundial, pero desde 2012 apenas se ha aproximado a las tasas de crecimiento del PIB mundial (véase gráfico A). En consecuencia, la ratio de importaciones mundiales sobre el PIB ha interrumpido su fuerte tendencia al alza y se ha estancado considerablemente en los cinco últimos años (véase gráfico B). La disminución observada en la elasticidad del comercio al PIB —definida como la tasa de crecimiento de las importaciones mundiales dividida por la tasa de crecimiento del PIB mundial— plantea la cuestión de si la debilidad del comercio representa una desviación transitoria de la tendencia o un fenómeno más duradero que refleja cambios más fundamentales. Esta cuestión ha sido una importante área de investigación¹ reciente y tiene gran relevancia para los bancos centrales que tratan de entender el papel de la demanda externa y de los vínculos internacionales en las proyecciones de actividad, producto potencial e inflación. Un informe elaborado recientemente por expertos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) llega a la conclusión de que es probable que la debilidad del comercio mundial con respecto al PIB mundial persista, impulsada fundamentalmente por dos factores².

¹ Véanse, por ejemplo, B. Hoekman, «The Global Trade Slowdown: A New Normal?», *VoxEU.org eBook*, CEPR Press and EUI, Londres, 2015; BCE, «Understanding the weakness in world trade», *Boletín Económico*, número 3, 2015; A. Borin y M. Mancini, *Follow the value added: bilateral gross export accounting*, Working Paper, n.º 1026, Banca d'Italia, 2015.

² El informe, titulado «Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?», ha sido elaborado por un grupo de trabajo integrado por expertos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y se publicará como Documento Ocasional del BCE. En el informe, el PIB mundial se agrega en función de las ponderaciones de los tipos de cambio de mercado, mientras que, en este recuadro, el PIB mundial se agrega utilizando ponderaciones de la paridad del poder adquisitivo (PPA) para adecuar mejor los resultados a las proyecciones sobre el PIB mundial de los expertos del Eurosistema.

Gráfico A**Importaciones mundiales y crecimiento del PIB**

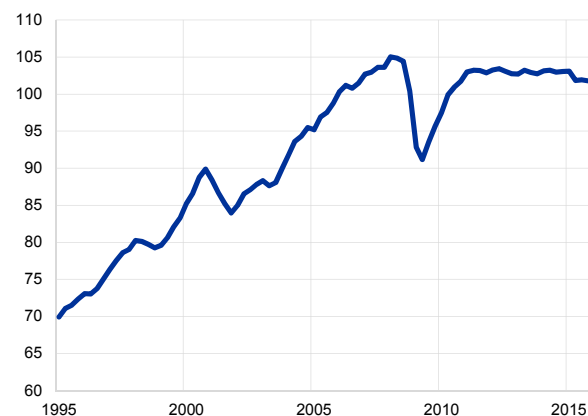
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos de los expertos del BCE.
 Notas: Importaciones de bienes y servicios. El PIB mundial se agrega utilizando ponderaciones de la PPA.

Gráfico B**Ratio de importaciones mundiales sobre el PIB**

(ratio de niveles)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos de los expertos del BCE.
 Notas: El PIB mundial se agrega utilizando ponderaciones de la PPA. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015.

En primer lugar, los efectos de composición reducen la elasticidad del**comercio mundial al PIB.**

Los cambios en la elasticidad del comercio mundial pueden reflejar tanto variaciones de las elasticidades de los países individuales como cambios en las ponderaciones relativas de cada país en el agregado mundial. Por lo tanto, además de las fluctuaciones de las elasticidades a escala nacional, las variaciones de la elasticidad mundial también reflejan cambios en las cuotas de importación y en el crecimiento relativo en países con diferentes intensidades de comercio. En particular, la creciente importancia de las economías emergentes, cuyo crecimiento suele ser menos intensivo en comercio, tiene repercusiones para la elasticidad del comercio mundial³. El desplazamiento del crecimiento del comercio y del PIB de las economías avanzadas hacia las emergentes implica una relación más débil entre el comercio y la actividad económica a escala global. Este cambio en la composición geográfica puede explicar aproximadamente la mitad de la disminución de la elasticidad del comercio mundial entre los períodos 1980-2007 y 2012-2015 (véase gráfico C). En menor medida, los efectos de composición de la demanda también han contribuido a la desaceleración del comercio mundial. Dado que los componentes del PIB intensivos en importaciones, como la inversión, se han debilitado en comparación con otros componentes de la demanda, el avance de las importaciones también se ha moderado⁴.

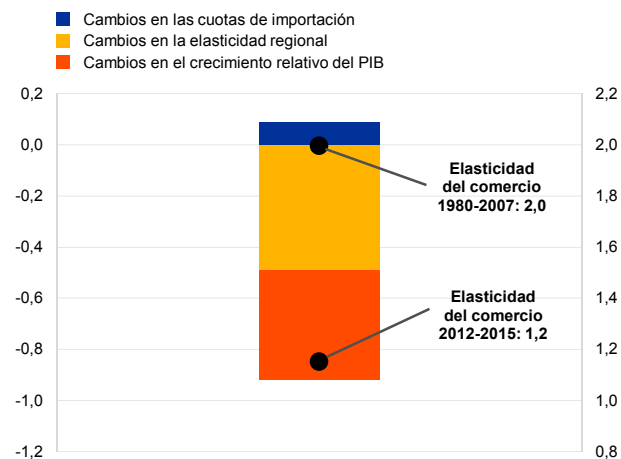
³ La descomposición se basa en U. Slopek, «Why has the Income Elasticity of Global Trade Declined?», mimeo, Deutsche Bundesbank, 2015.

⁴ Véase también M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri y N. Yamano, «Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n.º 3, 2013, pp. 118-151.

Gráfico C

Contribuciones a los cambios de la elasticidad del comercio mundial: 1980-2007 frente a 2012-2015

(escala izquierda: contribuciones a los cambios de la elasticidad del comercio; escala derecha: elasticidad del comercio mundial)

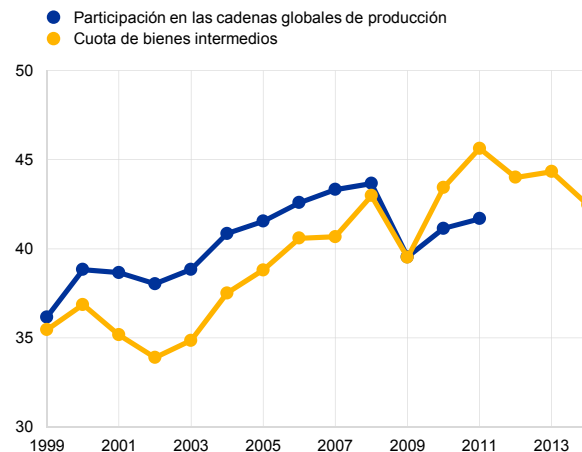


Fuentes: Informe de un grupo de trabajo del SEBC (de próxima publicación) y Slopek (2015).
Notas: Análisis basado en agregados de 24 economías avanzadas y 18 emergentes. Las áreas sombreadas en azul y en naranja representan la contribución de los cambios en la composición geográfica del comercio y la actividad a la disminución de la elasticidad del comercio. El área amarilla representa la reducción de la elasticidad derivada de la disminución de la elasticidad a escala regional.

Gráfico D

Participación de las cadenas globales de producción con respecto a la cuota de bienes intermedios en el total de importaciones de bienes

(índice)



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), World Input-Output Database (WIOD) y cálculos de los expertos del BCE.
Notas: Ambas medidas excluyen el comercio de productos energéticos. La cuota de bienes intermedios se ha ajustado por la media-varianza a la de la medida de la participación de las cadenas globales de producción. Esta medida se basa en Borin y Mancini (2015).

En segundo lugar, varios factores han reducido la elasticidad del comercio a escala nacional. Diversos factores estructurales que estimularon el crecimiento del comercio en el pasado (entre ellos, la disminución de los costes de transporte y la eliminación de las barreras comerciales) parecen haber seguido, en gran medida, su curso normal. Otro factor relacionado es la moderación de la expansión de las cadenas globales de producción. La creciente fragmentación de los procesos de producción entre economías impulsó de forma significativa las cifras brutas de comercio, especialmente en los años noventa y a principios de la década de 2000, cuando los bienes intermedios se intercambiaban de forma creciente entre las distintas economías por el auge de las cadenas de producción. Parece que el acusado aumento de las cadenas globales de producción se ha estancado y que posiblemente incluso ha revertido desde 2011 (véase gráfico D). La evidencia anecdótica sugiere que el aumento de las medidas proteccionistas, como los requisitos de contenido nacional, llevan a las empresas a dotarse de recursos y a producir cada vez más en sus mercados de exportación, sustituyendo así a los anteriores flujos comerciales⁵. Además, la no linealidad del vínculo entre el desarrollo financiero y el grado de apertura comercial también puede haber contribuido a la desaceleración del crecimiento del comercio mundial. El sustancial desarrollo financiero registrado en las tres últimas décadas en muchos países se asoció al incremento de la apertura comercial. Sin embargo, a medida que los sectores financieros han ido madurando, el impacto positivo del mayor desarrollo financiero en el comercio se ha debilitado. Por lo tanto, es probable que la

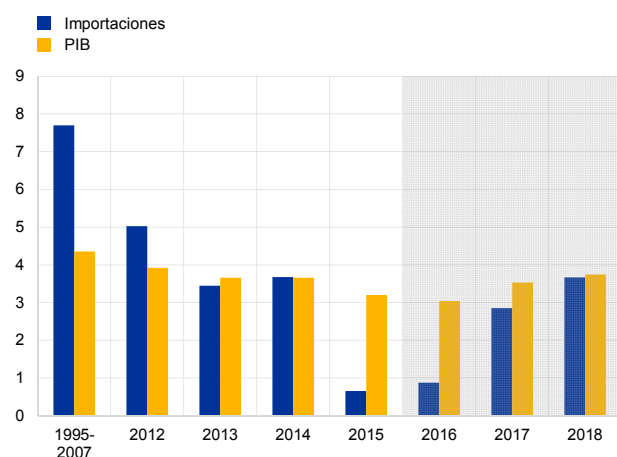
⁵ Véase también el recuadro 4 de este *Boletín Económico*.

contribución futura de los factores financieros a la expansión del comercio internacional sea más bien limitada.

Gráfico E

Crecimiento de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) y del PIB

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos de los expertos del BCE.
Notas: Importaciones de bienes y servicios. El PIB se agrega utilizando ponderaciones de la PPA. Los años 2016-2018 (área sombreada) reflejan las proyecciones más recientes de los expertos del BCE.

De cara al futuro, no parece probable que los factores estructurales vayan a revertir a medio plazo. La persistencia del desplazamiento gradual de la actividad hacia las economías emergentes ha sido ampliamente anticipada. Además, no se prevé que los factores estructurales que favorecieron el comercio en el pasado —la disminución de los costes de transporte, la liberalización del comercio, la expansión de las cadenas globales de producción y el desarrollo financiero— impulsen el comercio en la misma medida a medio plazo.

Como tal, la «nueva situación normal» en lo que respecta a la elasticidad del comercio a medio plazo probablemente sea similar al reducido nivel observado, en promedio, en los últimos años. En concreto, la elasticidad del comercio mundial, excluida la zona del euro, cayó desde alrededor de 1,8 en el período 1995-2007 (esto es, antes de la crisis) a 0,9 en 2012-2015. Parte de la debilidad del período reciente se debe a las importantes perturbaciones

adversas experimentadas en un número reducido de países, en particular en Rusia y Brasil, en 2015. Estas perturbaciones han hecho que la tasa de crecimiento del comercio mundial sea significativamente inferior a la del PIB (véase gráfico E). A medida que estas perturbaciones desaparezcan, se espera que el crecimiento del comercio internacional aumente de forma gradual hasta alcanzar niveles acordes con el PIB mundial, y que haga que la elasticidad del comercio mundial (excluida la zona del euro) vuelva a situarse en su «nueva situación normal» con un valor en torno a la unidad.

2 Restricciones financieras en las regiones de la zona del euro

En este recuadro se presenta nueva evidencia del acceso a la financiación en las distintas regiones de la zona del euro. El BCE y la Comisión Europea realizan la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas (SAFE) desde 2009, con carácter semestral. Esta encuesta proporciona información sobre la evolución del acceso y del recurso a la financiación externa por parte de las empresas de la zona del euro, desglosada por tamaño de las sociedades y sector. Hasta ahora, el análisis de los resultados de esta encuesta se ha centrado principalmente en las diferencias entre los países de la zona del euro, sin considerar su heterogeneidad regional. Sin embargo, existe evidencia creciente de que la dimensión regional del acceso a la financiación es importante incluso en mercados financieros integrados, especialmente en el caso de las pequeñas y medianas empresas (pymes). De hecho, el nivel de desarrollo financiero regional —que suele tener implicaciones significativas en lo que se refiere a la accesibilidad a fuentes de financiación externas— guarda una correlación positiva con el crecimiento a escala regional. Al mismo tiempo, las condiciones de los mercados regionales son relevantes a la hora de determinar las restricciones financieras que no están relacionadas con las características y circunstancias financieras individuales de las empresas¹.

Las restricciones financieras varían de una región a otra de la zona del euro. Desde abril de 2014, la encuesta SAFE recoge la información sobre las regiones en las que se encuentran localizadas las empresas encuestadas en función del nivel 1 de la Nomenclatura de las Unidades Territoriales Estadísticas (NUTS). Por tanto, los doce países de la zona del euro que abarca la encuesta se desglosan en 57 regiones socioeconómicas principales². El gráfico A muestra el nivel de restricciones financieras en las distintas regiones por tamaño de la empresa, de acuerdo con los resultados de las encuestas realizadas entre 2014 y 2016³. Con arreglo a la definición utilizada en la encuesta, se considera que una empresa sufre restricciones financieras si solicita un préstamo bancario o una línea de crédito y se deniega su solicitud (o se acepta únicamente en parte) o si rechaza el préstamo o la línea de crédito que se ofrece porque los costes asociados son demasiado elevados. También se considera que una empresa se enfrenta a restricciones financieras si necesita un préstamo bancario o una línea de crédito pero se le disuade de solicitarlo. El porcentaje de empresas que han experimentado restricciones financieras parece variar de una región a otra dentro de cada país. Además, parece que en la mayoría de las regiones es más probable que sean las

¹ Véanse L. Guiso, P. Sapienza y L. Zingales, «Does local financial development matter?», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, 2004, pp. 929-969, y M. Deloof y M. La Rocca, «Local financial development and the trade credit policy of Italian SMEs», *Small Business Economics*, vol. 44, 2015, pp. 905-924.

² Los países en cuestión son Bélgica (3 regiones), Alemania (16 regiones), Irlanda (1 región), Grecia (4 regiones), España (7 regiones), Francia (9 regiones), Italia (5 regiones), Países Bajos (4 regiones), Austria (3 regiones), Portugal (3 regiones), Eslovaquia (1 región) y Finlandia (1 región).

³ Las cifras de los gráficos de este recuadro están ponderadas utilizando el sistema de calibración que se emplea en la encuesta. Véase www.ecb.europa.eu/stats/pdf/surveys/sme/methodological_information_survey_and_user_guide.pdf para obtener una explicación de las ponderaciones usadas. Las mismas ponderaciones se utilizan en los análisis de regresión.

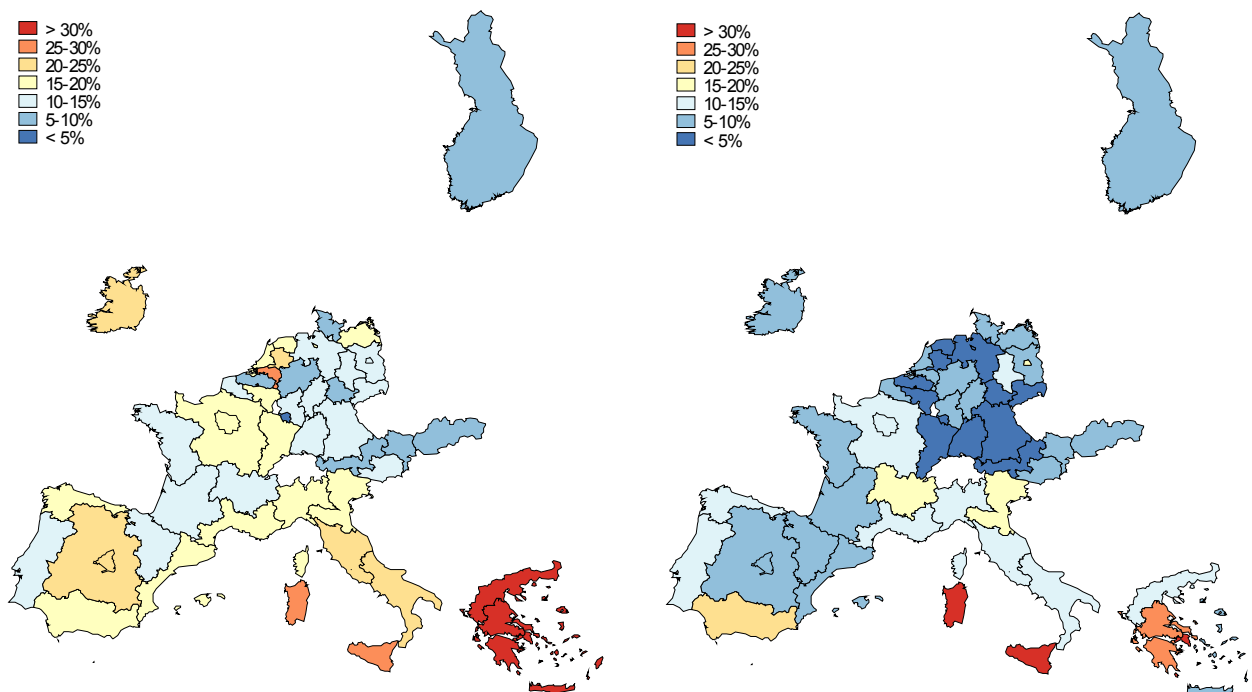
empresas pequeñas las que experimenten estas limitaciones, siendo las diferencias regionales más acusadas que en el caso de las empresas más grandes.

Gráfico A

Restricciones financieras en las distintas regiones

Microempresas y pequeñas empresas (menos de 50 empleados) Medianas y grandes empresas (50 empleados o más)

(porcentaje ponderado de empresas que han experimentado restricciones financieras de algún tipo)



Fuentes: Encuesta SAFE y cálculos del BCE.

Nota: Los mapas muestran agregados regionales del nivel 1 de la NUTS utilizando datos de las cuatro últimas encuestas SAFE (llevadas a cabo entre 2014 y 2016).

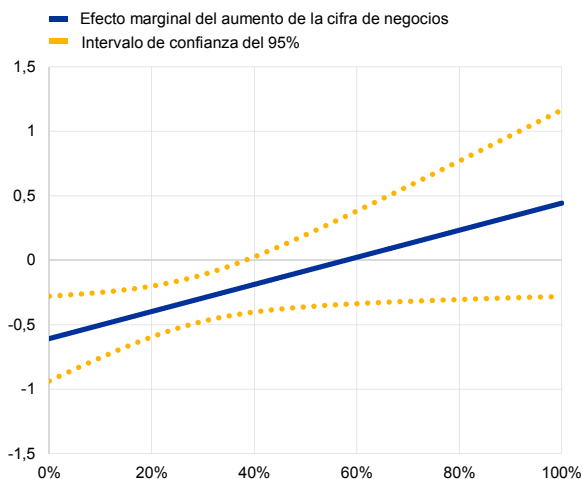
Las condiciones de los mercados a escala regional influyen en el grado de

restricciones financieras. Aunque alrededor del 60 % de toda la diversidad regional en términos de restricciones financieras se debe a las diferencias entre los países, las diferencias regionales dentro de cada país explican la casi totalidad del 40 % restante. El análisis econométrico sugiere que, aunque la evolución positiva de los resultados de las empresas (como el aumento de su cifra de negocios) reduce el grado de restricciones financieras a escala regional, esta correlación depende de las condiciones económicas regionales. Esto es así principalmente en aquellas regiones en las que es menor el número de empresas que consideran que las perspectivas económicas han mejorado en términos globales (véase gráfico B). A medida que las perspectivas económicas generales de las empresas de una región determinada van siendo más favorables, sus resultados son menos relevantes como factor determinante de su acceso a la financiación.

Gráfico B

Restricciones financieras y resultados de las empresas en un entorno de negocio cambiante

(efecto marginal que el aumento de la cifra de negocios tiene sobre las restricciones financieras en relación con el porcentaje de empresas que consideran que las perspectivas económicas han mejorado)



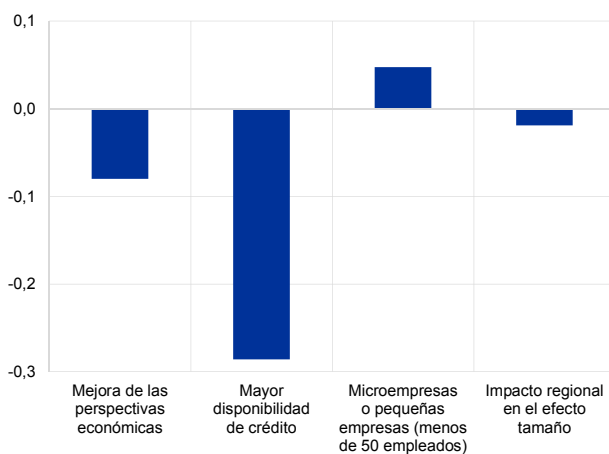
Fuentes: Encuesta SAFE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico muestra el efecto marginal que el porcentaje de empresas que ha registrado un aumento de la cifra de negocios en los últimos seis meses tiene sobre las restricciones financieras (con un intervalo de confianza del 95 %) en relación con el porcentaje de empresas que consideran que las perspectivas económicas han mejorado en general. Estos resultados se basan en una regresión MCO simple a escala regional, que incluye un plazo de interacción, controles regionales, *dummies* de países y *wave dummies*. El efecto marginal del aumento de la cifra de negocios pasa a ser insignificante desde el punto de vista estadístico cuando el intervalo de confianza del 95 % cruza el valor cero (véase banda superior del gráfico).

Gráfico C

Factores que afectan a la probabilidad de que las empresas experimenten restricciones financieras

(efecto marginal sobre la probabilidad de que una empresa experimente restricciones financieras; basado en una regresión probit)



Fuentes: Encuesta SAFE y cálculos del BCE.

Notas: La variable dependiente es binaria, tomando un valor de 1 si la empresa ha señalado restricciones financieras en los seis meses anteriores y un valor de 0 en caso contrario. La muestra de empresas incluye a todas las empresas que: i) solicitaron crédito bancario, o bien ii) necesitaban crédito, pero fueron disuadidas de solicitarlo. La barra «Impacto regional en el efecto tamaño» muestra la interacción entre el tamaño de las empresas y una variable *dummy* que toma un valor de 1 si el porcentaje de empresas de una región específica que señalan que las perspectivas económicas generales han mejorado en los seis meses anteriores es superior al porcentaje para el conjunto del país. Esta estimación se basa en una regresión *probit* ponderada, que incluye efectos fijos país/sector y tiempo, así como errores *cluster-robust* a escala regional.

Parece que las condiciones regionales son particularmente importantes para las pequeñas empresas a efectos de determinar el acceso a la financiación.

Con el fin de ahondar en la importancia relativa de la región en la que se ubican las empresas, la probabilidad de que una empresa tenga un acceso solo limitado al mercado crediticio se estima en relación con el entorno económico y las condiciones de los mercados a escala regional, junto con las características específicas de la empresa, su situación financiera y su estructura de capital (véase gráfico C)⁴. En términos medios, la probabilidad de experimentar restricciones financieras es un 29 % más baja cuando una empresa indica una mayor disponibilidad de crédito, y en torno a un 8 % inferior cuando su entorno de negocio está mejorando. Además, las microempresas y las pequeñas empresas tienen una probabilidad un 5 % mayor, aproximadamente, de sufrir restricciones financieras que las empresas de mediano y gran tamaño. Sin embargo, este efecto tamaño varía dependiendo de las perspectivas económicas de la región de que se trate en relación con las perspectivas generales del conjunto del país,

⁴ En esta especificación de cada empresa, un primer conjunto de variables controla el tamaño de las empresas (en términos de número de empleados y nivel de la cifra de negocios) y su antigüedad y si son independientes o familiares. Un segundo conjunto controla la situación financiera de las empresas en términos de ventas y de fondos propios, así como su percepción relativa a las perspectivas económicas generales y a la disponibilidad de crédito. Todas estas variables son binarias y adoptan un valor de 1 si hay una mejora en el factor relevante. Además, un tercer conjunto de variables tiene en cuenta el uso de los beneficios no distribuidos y del crédito comercial como alternativas al crédito bancario. Todas las especificaciones econométricas incluyen *wave dummies* y *dummies* sectoriales.

y la probabilidad de que las microempresas y las pequeñas empresas experimenten restricciones financieras cae significativamente (alrededor de 2 puntos porcentuales) si las condiciones financieras locales son más favorables que las observadas a escala del país en su conjunto.

En conjunto, los datos de la encuesta a escala de las empresas confirman que las condiciones de los mercados regionales afectan a las restricciones de financiación que estas afrontan. Es preciso prestar más atención a los factores determinantes de las diferencias regionales en la disponibilidad de crédito, analizando si están relacionados principalmente con la naturaleza del sector bancario local (es decir, su nivel de desarrollo) o con las preferencias de liquidez de los prestatarios locales⁵. En última instancia, el uso de dicha información local proporcionará orientación adicional sobre el impacto que tiene la política monetaria en las distintas regiones de la zona del euro.

⁵ Véase C. J. Rodríguez-Fuentes y S. C. Dow, «EMU and the Regional Impact of Monetary Policy», *Regional Studies*, vol. 37(9), 2003, pp. 969-980.

3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 27 de abril y el 26 de julio de 2016

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el tercero y el cuarto períodos de mantenimiento de reservas de 2016, comprendidos entre el 27 de abril y el 7 de junio y entre el 8 de junio y el 26 de julio, 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. El 28 de junio se liquidó la primera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) de la segunda serie de operaciones TLTRO (TLTRO-II), por un importe de 399,3 mm de euros. Sin embargo, ese importe se cubrió en gran medida con los reembolsos voluntarios de la primera serie de TLTRO (TLTRO-I), por un importe total de 367,9 mm de euros. La opción de reembolso voluntario permitió a las entidades sustituir las TLTRO-I por las TLTRO-II, beneficiándose de condiciones más favorables. Por ejemplo, el tipo de interés que se aplica en las TLTRO-II está vinculado al perfil de concesión de crédito de las entidades participantes, es decir, cuantos más préstamos concedan a las sociedades no financieras y a los hogares, menor será el tipo de interés de los fondos obtenidos en las TLTRO-II¹. El 28 de junio se liquidó la octava y última TLTRO-I, por un importe de 6,7 mm de euros, frente a los 7,3 mm de euros liquidados en la séptima TLTRO-I, en marzo. Los reembolsos voluntarios y las nuevas operaciones hicieron que el saldo vivo total de los dos programas de operaciones TLTRO se situara en 463 mm de euros al final del período de referencia. Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados y bonos de titulización de activos, y empezó a comprar bonos corporativos como parte de su programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés)², estando previsto realizar adquisiciones por importe de 80 mm de euros al mes.

Necesidades de liquidez

En el período de referencia, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 843,1 mm de euros, lo que representa un incremento de 64,5 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el primero y el segundo períodos de mantenimiento de 2016). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles casi exclusivamente al aumento de 63,1 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra de 727,6 mm de euros (véase cuadro).

¹ Para más información sobre las operaciones TLTRO-II, véase el recuadro titulado «La segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

² En el sitio web del BCE puede consultarse información detallada sobre el APP.

Cuadro

Situación de liquidez del Eurosistema

	27 de abril de 2016 a 26 de julio de 2016		27 de enero de 2016 a 26 de abril de 2016		Cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento	
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)								
Factores autónomos de liquidez	1.851,7	(+81,6)	1.770,1	1.897,7	(+99,8)	1.797,9	(-1,9)	
Billetes en circulación	1.082,3	(+16,2)	1.066,1	1.087,1	(+10,5)	1.076,6	(+7,3)	
Depósitos de las AAPP	151,6	(+21,4)	130,3	175,5	(+51,6)	123,9	(-23,5)	
Otros factores autónomos	617,7	(+44,0)	573,7	635,1	(+37,6)	597,5	(+14,3)	
Instrumentos de política monetaria								
Cuentas corrientes	641,9	(+79,2)	562,7	657,5	(+33,7)	623,8	(+53,8)	
Exigencias de reservas mínimas	115,5	(+1,4)	114,1	115,9	(+0,8)	115,0	(+0,7)	
Facilidad de depósito	316,6	(+71,6)	245,0	323,1	(+14,1)	309,0	(+47,0)	
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Activo - Oferta de liquidez (medias; mm de euros)								
Factores autónomos de liquidez	1.124,5	(+18,6)	1.105,9	1.132,3	(+17,0)	1.115,3	(+2,3)	
Activos exteriores netos	654,2	(+37,3)	616,8	666,1	(+25,8)	640,3	(+13,0)	
Activos netos denominados en euros	470,3	(-18,8)	489,0	466,2	(-8,8)	475,0	(-10,7)	
Instrumentos de política monetaria								
Operaciones de mercado abierto	1.685,9	(+213,7)	1.472,2	1.746,3	(+130,8)	1.615,5	(+96,6)	
Operaciones de subasta	515,0	(-6,8)	521,9	519,2	(+8,9)	510,2	(-8,6)	
OPF	50,5	(-10,2)	60,6	47,6	(-6,3)	53,9	(-4,2)	
OFFPML a tres meses	27,6	(-13,5)	41,1	24,5	(-6,6)	31,1	(-6,8)	
Operaciones TLTRO-I	314,1	(-106,0)	420,2	218,9	(-206,4)	425,3	(+2,4)	
Operaciones TLTRO-II	122,9	(+122,9)	0,0	228,2	(+228,2)	0,0	(+0,0)	
Carteras en firme	1.170,9	(+220,6)	950,3	1.227,1	(+121,9)	1.105,3	(+105,2)	
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	18,3	(-1,2)	19,5	17,8	(-1,1)	18,9	(-0,3)	
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	8,0	(-0,8)	8,8	7,7	(-0,7)	8,4	(-0,3)	
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	179,7	(+18,4)	161,3	183,3	(+7,7)	175,6	(+8,5)	
Programa para los mercados de valores	111,1	(-9,6)	120,8	110,9	(-0,5)	111,4	(-8,3)	
Programa de compras de bonos de titulización de activos	19,5	(+0,8)	18,7	19,9	(+0,8)	19,0	(-0,1)	
Programa de compras de valores públicos	830,7	(+209,6)	621,2	881,1	(+109,1)	772,0	(+105,7)	
Programa de compras de bonos corporativos	3,5	(+3,5)	0,0	6,4	(+6,4)	0,0	(+0,0)	
Facilidad marginal de crédito	0,2	(+0,1)	0,1	0,1	(-0,1)	0,2	(+0,1)	
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)								
Necesidades de liquidez agregadas	843,1	(+64,5)	778,6	881,7	(+83,8)	798,0	(-3,4)	
Factores autónomos netos ¹	727,6	(+63,1)	664,5	765,9	(+82,9)	682,9	(-4,1)	
Exceso de liquidez	842,8	(+149,2)	693,6	864,5	(+47,0)	817,5	(+100,0)	
Evolución de los tipos de interés (medias, porcentajes)								
OPF	0,00	(-0,03)	0,03	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,25	(-0,03)	0,28	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,40	(-0,05)	-0,35	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
EONIA	-0,333	(-0,048)	-0,286	-0,330	(+0,007)	-0,337	(+0,003)	

Fuente: BCE.

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

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

El incremento observado en los factores autónomos fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de absorción de liquidez.

Los depósitos de las Administraciones Públicas fueron los que más contribuyeron a este incremento, con un aumento medio de 21,4 mm de euros, hasta situarse en 151,6 mm de euros en el período analizado. Este aumento se produjo en el cuarto período de mantenimiento, en el que los elevados ingresos tributarios registrados en algunos países de la zona del euro en junio se tradujeron en entradas positivas en las cuentas mantenidas por las Administraciones Públicas en los bancos centrales nacionales. Esto, junto con la actitud reacia de algunos Tesoros a colocar su exceso de liquidez en el mercado a tipos de interés negativos, contribuyó a que aumentara el volumen de depósitos de las Administraciones Públicas en los bancos centrales nacionales. En promedio, la demanda de billetes también se incrementó, registrando un alza de 16,2 mm de euros, hasta situarse en 1.082,3 mm de euros. Otros factores autónomos aumentaron en 44 mm de euros, más que la suma de los depósitos de las Administraciones Públicas y los billetes, aunque el aumento fue atribuible, principalmente, a las revalorizaciones trimestrales de las carteras y, por lo tanto, se vio contrarrestado por las variaciones de los activos exteriores netos.

Los factores de inyección de liquidez se incrementaron durante el período de referencia, dado que el descenso continuado de los activos netos denominados en euros se compensó con un aumento de los activos exteriores netos.

Los activos netos denominados en euros cayeron hasta situarse, en promedio, en 470,3 mm de euros, 18,8 mm de euros por debajo del importe del período de referencia anterior, como consecuencia de la disminución de los activos financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria, así como del avance de los pasivos mantenidos por instituciones oficiales extranjeras en los bancos centrales nacionales. Estas instituciones aumentaron sus tenencias, pese al recorte adicional del tipo de interés de la facilidad de depósito, posiblemente debido a que había pocas alternativas de inversión atractivas en el mercado. Los activos exteriores netos se incrementaron en 37,3 mm de euros y se situaron en 654,2 mm de euros, fundamentalmente como consecuencia de las revalorizaciones trimestrales de las carteras.

La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada y prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior.

Dicha volatilidad reflejó, principalmente, las marcadas fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y, en cierta medida, la revalorización trimestral de los activos exteriores netos y de los activos netos denominados en euros. Mientras tanto, los factores autónomos continuaron aumentando. Al mismo tiempo, el error medio absoluto de las previsiones semanales de los factores autónomos disminuyó en 0,8 mm de euros, hasta situarse en 5,2 mm de euros en el período analizado.

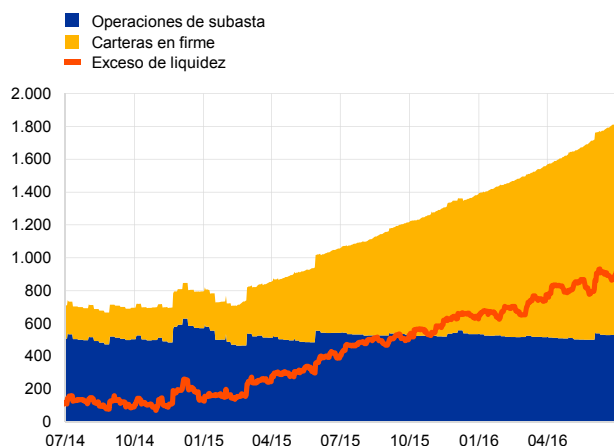
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y programa de compra de activos— se incrementó en 213,7 mm de euros, hasta situarse en 1.685,9 mm de euros

Gráfico

Evolución de los instrumentos de política monetaria y exceso de liquidez

(mm de euros)



Fuente: BCE.

(véase gráfico). Este aumento se debió, íntegramente, al programa ampliado de compra de activos del BCE.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta se redujo ligeramente (en 6,8 mm de euros) durante el período analizado, situándose en 515 mm de euros. El aumento de la liquidez media inyectada mediante las TLTRO se vio contrarrestado con creces por la disminución de la liquidez proporcionada mediante las operaciones regulares. Más concretamente, la liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 10,2 mm de euros y 13,5 mm de euros, respectivamente, mientras que el saldo vivo de las TLTRO se incrementó en 16,9 mm de euros como un efecto neto de la liquidación de la primera TLTRO-II y de los reembolsos voluntarios de las siete primeras TLTRO-I.

La liquidez media proporcionada a través del programa ampliado de compra de activos aumentó en 220,6 mm de euros, hasta situarse en 1.170,9 mm de euros, principalmente como consecuencia del programa de compras de valores públicos. La liquidez media proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, del programa de compras de bonos de titulización de activos y del programa de compras de bonos corporativos se incrementó en 209,6 mm de euros, 18,4 mm de euros, 0,8 mm de euros y 3,5 mm de euros, respectivamente. La amortización de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores ascendió a 11,6 mm de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó en 149,2 mm de euros y se situó en 842,8 mm de euros en el período analizado (véase gráfico). La mayor parte de este aumento se produjo en el tercer período de mantenimiento, cuando el exceso de liquidez registró un alza de 100 mm de euros como consecuencia del incremento de las compras y de un efecto de provisión de liquidez resultante de las variaciones de los factores autónomos. El incremento relativamente limitado del exceso de liquidez durante el cuarto período de mantenimiento obedeció fundamentalmente al mayor avance de los factores autónomos, que absorbió parcialmente el aumento de la liquidez proporcionada por el programa ampliado de compras de activos.

El aumento del exceso de liquidez quedó reflejado fundamentalmente en un incremento de 79,2 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, hasta situarse en 641,9 mm de euros en el período analizado. El recurso medio

a la facilidad de depósito se incrementó en 71,6 mm de euros y se situó en 316,6 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés del mercado monetario a un día se mantuvieron próximos al tipo aplicado a la facilidad de depósito durante el período de referencia. En el mercado de operaciones sin garantías, el eonia (índice medio del tipo de interés del euro a un día) se situó, en promedio, en el $-0,333\%$, por debajo de un nivel medio del $-0,286\%$ en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó dentro de una banda estrecha y el 26 de mayo registró un mínimo histórico del $-0,356\%$, pero se recuperó con el habitual incremento a final de trimestre, cuando se situó en el $-0,293\%$. Además, los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling³ descendieron hasta situarse en el $-0,396\%$ y el $-0,387\%$ para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que supone una disminución de 0,064 y 0,066 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior.

³ El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

4 Patrones de la producción mundial desde una perspectiva europea: información de una encuesta a grandes empresas de la zona del euro

Tras la Gran Recesión, el crecimiento del comercio mundial ha sido excepcionalmente débil, sin aumentar apenas en relación con el PIB mundial.

Esta evolución representa un cambio notable con respecto al fuerte crecimiento que experimentó el comercio mundial en las décadas anteriores. Se han sugerido diversas explicaciones para justificar el prolongado período de crecimiento del comercio por debajo de la media observado en los últimos años, que incluyen factores coyunturales, cíclicos y estructurales de largo plazo (véase el recuadro 1 de este número del *Boletín Económico*).

Cuadro

Estadísticas resumidas procedentes de la encuesta

Descomposición sectorial	Número	%	Porcentaje del valor añadido del sector empresarial del EEE
Industria, incluida construcción	25	(57 %)	51 %
Servicios	19	(43 %)	49 %
			Porcentaje de la economía de mercado total del EEE
Empleo (miles)	2.193		1,6 %
Ingresos (millones de euros)	607.785		2,1 %

Fuentes: Eurostat, encuesta sobre comercio y cálculos del BCE.

Nota: El sector empresarial excluye la agricultura, la silvicultura y la pesca, y los servicios de no mercado (incluido el sector público).

En este recuadro se indican los factores determinantes de la reciente evolución del comercio y de la producción mundiales según una encuesta *ad hoc* a empresas líderes de la zona del euro¹. El cuadro muestra de forma resumida el desglose de las 44 empresas participantes. 25 de las respuestas procedieron del sector industrial más amplio (incluida construcción), y 19, del sector servicios. En conjunto, estas grandes empresas (en muchos casos, multinacionales) sumaban en torno a 2,2 millones de empleados y una cifra de negocios de 600 mm de euros, lo que equivale a alrededor del 1,6 % del empleo total del Espacio Económico Europeo (EEE²) en 2013 y a aproximadamente el 2,1 % de su cifra de negocios en el mismo año, respectivamente³.

Los encuestados destacaron los rápidos cambios tecnológicos, las preocupaciones relativas a la demanda y las dificultades del mercado de trabajo entre los principales retos mundiales que afrontan sus sectores en el momento actual (véase gráfico A). Casi la mitad de los encuestados citaron los avances tecnológicos ocasionados por la rápida evolución digital entre los tres retos mundiales principales a los que tienen que hacer frente actualmente sus sectores. Las empresas indicaron que estos avances habían afectado a todos los aspectos de las operaciones —desde la forma de llegar a los clientes (comercio electrónico) hasta la protección de datos, implicaciones en los precios y los costes, y efectos de las mejoras tecnológicas en la localización de la producción/las operaciones y la logística—. Las preocupaciones relativas a la demanda —a escala

¹ La encuesta se llevó a cabo en la primavera de 2016.

² El EEE incluye a la Unión Europea y a Islandia, Liechtenstein y Noruega. Aunque no es un miembro de la Unión Europea ni del EEE, Suiza se incluyó en la encuesta porque tiene acceso al mercado único en los mismos términos que otras empresas de la UE.

³ Datos tomados de las estadísticas estructurales de las empresas (SBS) de Eurostat, disponibles para el EEE solo hasta 2013.

mundial y dentro del EEE— fueron citadas por algo más de un tercio de los participantes en la encuesta, la misma proporción que mencionó las dificultades del mercado de trabajo (preocupación, en particular, por los costes laborales relativos en Europa, así como restricciones más amplias en la oferta de mano de obra y necesidades de cualificación). Una cuarta parte de las empresas señaló el cambio en los patrones del consumo mundial y las cuestiones relacionadas con la inestabilidad geopolítica (incluida la inquietud por la evolución de los precios de las materias primas y el posible impacto del terrorismo en la actividad) entre sus principales retos mundiales.

Las empresas manufactureras, en especial, también destacaron la existencia de barreras al comercio —como normativa en materia de contenido nacional, aranceles y derechos de aduana, y el aumento de barreras menos formales (el denominado «proteccionismo encubierto»)— entre las principales preocupaciones y obstáculos para las economías de escala. Las empresas que operan en varias jurisdicciones geográficas pusieron de relieve las dificultades que plantea la creciente incidencia de la «doble» imposición de las empresas. Además, los encuestados señalaron que los retos mundiales actuales para sus sectores eran la creciente competencia global en los mercados de productos, el cambio en las preferencias de los clientes y la volatilidad de los precios de las materias primas. Las restricciones financieras y la preocupación por mantener el acceso a la financiación apenas se mencionaron.

Gráfico A

Principales retos operativos mundiales en el momento actual

(porcentaje de respuestas, clasificadas partiendo de la citada con mayor frecuencia)

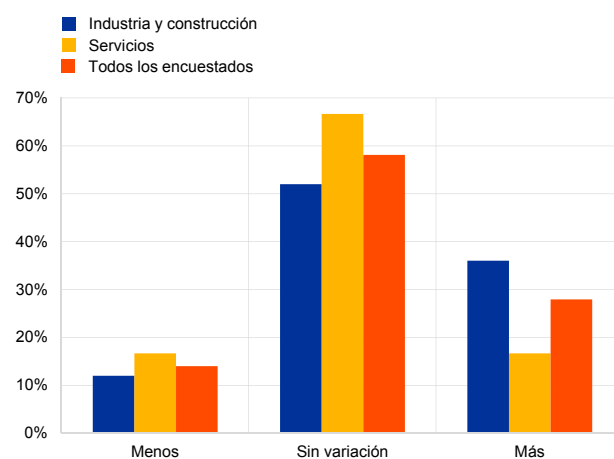


Fuentes: Encuesta sobre el comercio y cálculos del BCE.
 Nota: Respuestas a la pregunta: «¿Cuáles son los tres retos operativos globales más importantes en su sector en el momento actual? Enumere un máximo de tres factores y explique brevemente por qué son importantes.»

Gráfico B

Cambios en la producción local en los últimos cinco años

(porcentaje de respuestas)



Fuentes: Encuesta sobre el comercio y cálculos del BCE.
 Nota: Respuestas a la pregunta: «En los últimos cinco años, ¿se ha hecho más o menos habitual que las empresas de su sector produzcan/operen en los mercados locales en los que se venden los bienes y servicios?».

La encuesta sugiere que la localización de la producción más cerca de los mercados finales ha aumentado ligeramente en los cinco últimos años (véase gráfico B). Aunque la mayoría de las empresas no señaló cambios en los patrones de producción mundial en los últimos cinco años, algo más de una cuarta parte de

los encuestados indicó que habían reubicado sus operaciones de producción o servicios. El cambio en los patrones de la demanda mundial y los elevados costes laborales se citaron como factores importantes que impulsan la salida de las operaciones fuera del EEE. Los requisitos de contenido nacional se mencionaron también como un factor importante. Otros factores que afectan a las decisiones de relocalización estaban relacionados con el deseo de protegerse frente a las fluctuaciones de los tipos de cambio, las limitaciones de capacidad en el EEE, el exceso de regulación y la incertidumbre económica y política.

Los cambios en los patrones de la producción mundial continúan reduciendo la demanda de mano de obra del EEE. Aproximadamente el doble de empresas consideró que los cambios en los patrones del comercio mundial habían reducido la demanda de mano de obra del EEE en su sector, en comparación con las que observaron un incremento. Las reducciones fueron particularmente acusadas en el colectivo de «operarios» (tanto de la industria como de los servicios); sin embargo, los encuestados señalaron que la demanda de trabajadores para los puestos que requieren mayor cualificación (como técnicos y supervisores de producción o trabajadores para I+D y diseño de productos) se había incrementado ligeramente.

Las relocalizaciones fueron raras, ya que para servir a los nuevos mercados normalmente se utilizaron instalaciones adicionales. No obstante, cuando se produjeron, las relocalizaciones fueron generalmente dentro del EEE (en concreto, trasladándose de economías europeas occidentales con costes más elevados, a países de Europa Central y Oriental con costes más bajos, según citó un tercio de los encuestados que se habían relocalizado) o, en menor medida, a países fuera del EEE (según indicó alrededor de una cuarta parte de los que habían cambiado su localización). Únicamente unos pocos encuestados señalaron que habían vuelto a ubicarse en el EEE desde fuera de este. Los participantes en la encuesta indicaron que los incentivos a la relocalización por parte de algunos Gobiernos del EEE y las tendencias hacia la centralización de las funciones administrativa y de sede central —en general, para contener costes— habían favorecido la relocalización hacia el EEE.

Gráfico C

Factores que probablemente fomentarán más producción en el EEE

(porcentaje de respuestas)



Fuentes: Encuesta sobre el comercio y cálculos del BCE.

Notas: Respuestas a la pregunta: «¿Cuáles de los siguientes factores animarían con mayor probabilidad a las empresas de su sector a aumentar la producción/las operaciones en el EEE a medio plazo? Se pidió a los encuestados que señalaran un máximo de cinco factores.»

El aumento de la producción europea exigiría perspectivas de crecimiento más fuerte, mayor contención de costes y medidas de política adicionales, según los encuestados (véase gráfico C).

El gráfico C resume las respuestas a una pregunta en la que los encuestados tenían que seleccionar los cinco factores que animarían con mayor probabilidad a las empresas de su sector a aumentar la producción/las operaciones en el EEE a medio plazo. Las prioridades eran similares en los sectores industrial y de servicios. Más de la mitad de todas las empresas citó las perspectivas de crecimiento más fuerte como incentivo para incrementar la producción radicada en Europa. Muchos pusieron de relieve la iniciativa de una mayor contención de costes, a través de un mayor énfasis en los avances tecnológicos y las ganancias de eficiencia, como una forma esencial de recuperar la competitividad e impulsar la rentabilidad en un entorno de bajo crecimiento. Alrededor de un tercio de las empresas citó como prioridades en materia

de políticas nuevas medidas para reducir los costes operativos –en particular, los costes laborales– y liberalizar la regulación del mercado de trabajo⁴. Algo más de la quinta parte de las empresas destacaron la necesidad de mayores incentivos a la inversión, menor imposición sobre las empresas y menos restricciones a los mercados de productos. En última instancia, las prioridades de los responsables nacionales de elaborar las políticas tendrán que tener en cuenta las condiciones del entorno de negocio local y la posición de un país en las cadenas de valor mundiales, junto con sus ventajas comparativas. Sin embargo, los resultados de esta encuesta sugieren que, en opinión de las empresas participantes, es probable que los altos costes laborales y operativos, así como la fuerte regulación del mercado de trabajo, impacten en las decisiones de localización de las empresas.

⁴ También se mostraron sentimientos similares en una encuesta anterior en relación con el aumento de la inversión en la zona del euro. Véase el recuadro titulado «¿Cuáles son las causas de la baja inversión en la zona del euro? Respuestas de una encuesta a grandes empresas de la zona», en la edición de diciembre de 2015 del *Boletín Económico* del BCE.

¿Qué factores han determinado la reciente disociación entre el deflactor del PIB y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro?

El deflactor del PIB puede considerarse un indicador amplio de la evolución subyacente de los precios internos. Existen algunas diferencias entre el deflactor del PIB y una medida utilizada con frecuencia, el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en términos de concepto y de objetivo¹. No obstante, en general se ha observado un grado notable de movimientos coincidentes entre la evolución a más largo plazo de estos dos indicadores. Para la zona del euro, la tasa media de variación interanual ha sido de magnitud relativamente similar durante los quince últimos años. Sin embargo, a corto y a medio plazo no es raro que se produzcan desviaciones ligeramente mayores entre ambos indicadores, y los dos últimos años constituyen un ejemplo de apertura de una brecha: el crecimiento interanual del deflactor del PIB ha avanzado de manera más acusada y lleva aumentando desde mediados de 2014, mientras que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se ha incrementado mucho menos (véase gráfico A). En este recuadro se analiza la «disociación» reciente, considerando específicamente los factores que explican la recuperación de la tasa de crecimiento del deflactor del PIB.

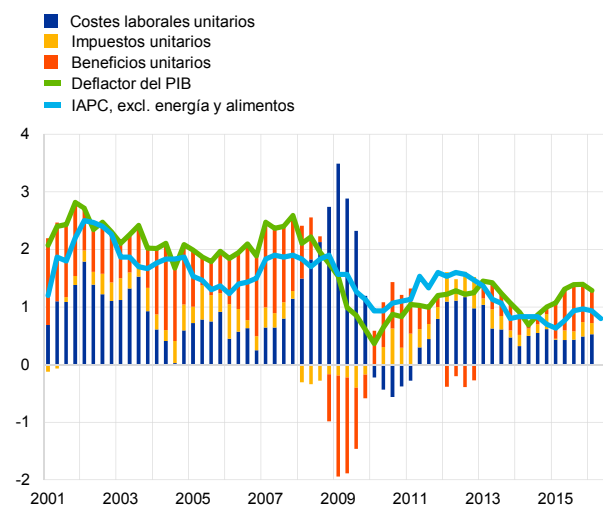
La evolución de los márgenes de beneficio ha sido el principal factor determinante de la reciente aceleración del deflactor del PIB de la zona del euro. La descomposición del crecimiento del deflactor del PIB en componentes de la renta muestra que casi la totalidad del aumento observado desde mediados de 2014 se debe a las mayores contribuciones de los beneficios (excedente bruto de explotación) por unidad de producto, denominados «márgenes de beneficio» en este recuadro. Las contribuciones de los costes laborales unitarios y de los impuestos indirectos unitarios (netos de subvenciones) se han mantenido, en general, prácticamente invariables. La evolución de los márgenes de beneficio en la zona del euro es muy procíclica y su reciente fortalecimiento es acorde con la recuperación en curso del crecimiento del PIB real (véase gráfico B). Una evolución favorable de la actividad económica respalda los márgenes de beneficio, al tiempo que el aumento de la renta y de la demanda facilita subidas de precios, y que el repunte de la actividad asociado y la habitual respuesta retardada de los salarios a la recuperación cíclica moderan los costes laborales unitarios. Sin embargo, el impacto del ciclo económico a través de los beneficios debería ser un factor que influya tanto en la evolución del deflactor del PIB como en la del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, lo que sugiere que la reciente disociación refleja otros factores.

¹ Las principales diferencias conceptuales entre los dos indicadores se deben a que el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se refiere a los precios de los bienes y los servicios consumidos por los hogares, mientras que el deflactor del PIB es más completo y recoge los precios de todos los productos finales producidos por la economía nacional. Si el deflactor del PIB se considera por el lado del gasto, incluye los precios del consumo privado, del consumo público, de la formación de capital y de las exportaciones menos los de las importaciones. Mientras que los precios de los bienes y servicios importados no se incluyen en el deflactor del PIB, están incluidos en el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (con la excepción del efecto directo de los precios de la energía y los alimentos). Al mismo tiempo, los precios de los bienes y servicios exportados están incluidos en el deflactor del PIB, pero obviamente no lo están en el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

Gráfico A

Deflactor del PIB e IAPC, excluidos la energía y los alimentos

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

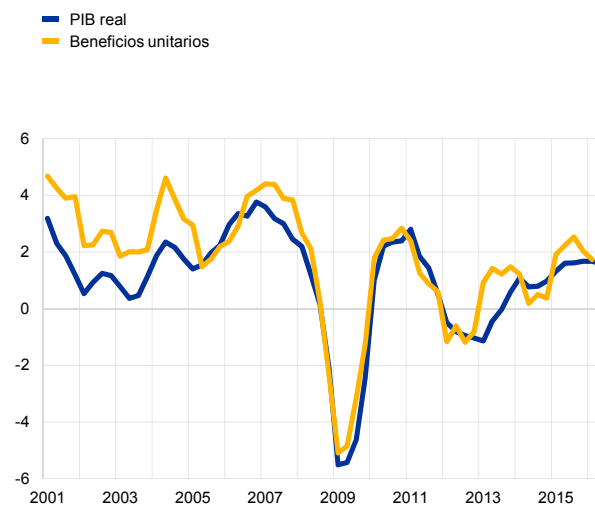


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B

PIB real y beneficios unitarios

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Es muy probable que los márgenes de beneficio, según se recogen en el deflactor del PIB, recientemente hayan reflejado también cambios en la relación real de intercambio. Esto es lo que sugiere una comparación de la descomposición del deflactor del PIB por el lado de la renta con la derivada del gasto, en la que la primera incluye el margen de beneficio y la segunda los precios (relativos) de las exportaciones e importaciones, esto es, la relación real de intercambio. Los cambios observados en esta relación pueden haber reflejado distintos factores recientemente. En primer lugar, la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro desde mediados de 2014 podría haber beneficiado a los márgenes de beneficio de los exportadores de la zona del euro si ajustaron al mercado los precios de sus productos, es decir, mantuvieron sin variación sus precios de exportación en la moneda extranjera. En segundo lugar, la acusada caída de los precios del petróleo y de otras materias primas a mediados de 2014 podría haber favorecido a los márgenes de beneficio de los productores de la zona del euro si no transmitieron totalmente el descenso asociado de los precios de importación y de los bienes intermedios a los precios de venta. Este impacto viene sugerido por el considerable movimiento coincidente de las respectivas contribuciones de los márgenes de beneficio y de la relación real de intercambio a la tasa de crecimiento del deflactor del PIB en los últimos años (véase gráfico C), mientras que, anteriormente, la evolución cíclica parece haber dominado la trayectoria de los márgenes de beneficio, como se muestra en el gráfico B.

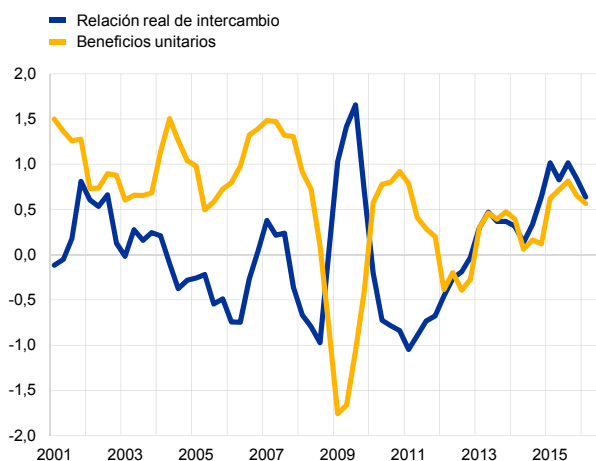
El impacto de los precios de los bienes intermedios en los márgenes de beneficio ayuda a explicar la brecha observada recientemente entre el crecimiento del deflactor del PIB y el del IAPC, excluidos la energía y los alimentos. La fuerte caída del precio del petróleo redujo los precios de los bienes intermedios y de los consumos intermedios en la producción. Como los consumos

intermedios no se incluyen en el PIB, una variación de los precios del petróleo no se plasmará directamente en el deflactor del PIB. Al mismo tiempo, si el descenso de los precios del petróleo se traslada, al menos en parte, a los precios de venta medidos por los precios finales de consumo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, puede disminuir. En cambio, si la reducción de los precios del petróleo no se transmite a los precios de venta, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, permanece constante, mientras que el deflactor del PIB aumenta (a través de mayores márgenes de beneficio). El gráfico D muestra que las acusadas diferencias observadas recientemente entre las tasas de crecimiento de los dos indicadores coincidieron con las acusadas variaciones que experimentaron los precios del petróleo, por lo que esto puede explicar el patrón de disociación registrado en 2015.

Gráfico C

Beneficios unitarios y relación real de intercambio

(contribuciones en puntos porcentuales)



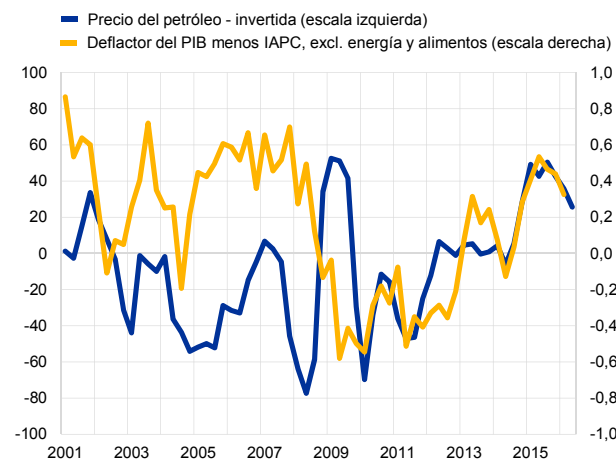
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: «Relación real de intercambio» se refiere al precio relativo de las exportaciones respecto a los de las importaciones.

Gráfico D

Diferencias entre el deflactor del PIB y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y variaciones de los precios del petróleo

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Bloomberg, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Precio del Brent en dólares estadounidenses.

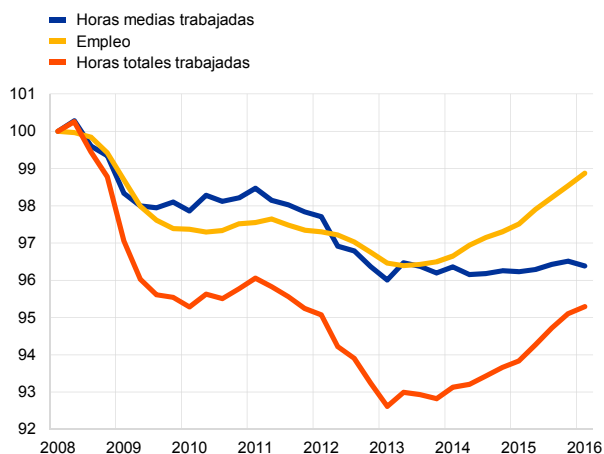
De cara al futuro, la desaparición esperada del efecto de los precios del petróleo debería contribuir a que el deflactor del PIB y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, vuelvan a evolucionar de forma similar. A partir de la actual curva de futuros, es probable que el acusado impacto favorable de los precios del petróleo en la evolución de los márgenes de beneficio desaparezca y tenga un efecto moderador sobre el crecimiento del deflactor del PIB a corto plazo, como ya es evidente en los datos correspondientes al primer trimestre de 2016. Al mismo tiempo, *ceteris paribus*, cabría esperar que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, repunte a medida que reviertan los efectos moderadores indirectos de la anterior caída de los precios del petróleo. Cuando el impacto de estos precios haya desaparecido, los dos indicadores de la inflación subyacente deberían volver a asociarse en cierta medida y aumentar a medida que la recuperación económica desempeñe un papel más destacado como factor impulsor común.

6 Factores determinantes de la evolución de las horas medias trabajadas por persona empleada desde 2008

En el transcurso de la recuperación de la zona del euro, las horas medias trabajadas por persona empleada se han mantenido básicamente sin variación, tras registrar una caída significativa durante la crisis. La cantidad total de horas trabajadas disminuyó considerablemente entre el primer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2013, y el descenso fue más significativo en términos de horas totales que en términos de personas ocupadas. El factor subyacente a esta evolución fue una disminución de las horas medias trabajadas por persona, que después se mantuvieron estables durante la recuperación (véase gráfico A). Aunque la caída de las horas medias trabajadas por persona observada desde el comienzo de la crisis se ha considerado en general un fenómeno cíclico, tras doce trimestres de creciente actividad este indicador no ha mostrado signos de recuperación cíclica. En este recuadro se examinan las causas que explican este fenómeno y se determina que el aumento del trabajo a tiempo parcial desempeña un papel importante.

Gráfico A
Empleo, horas totales trabajadas y horas medias trabajadas por persona en la zona del euro

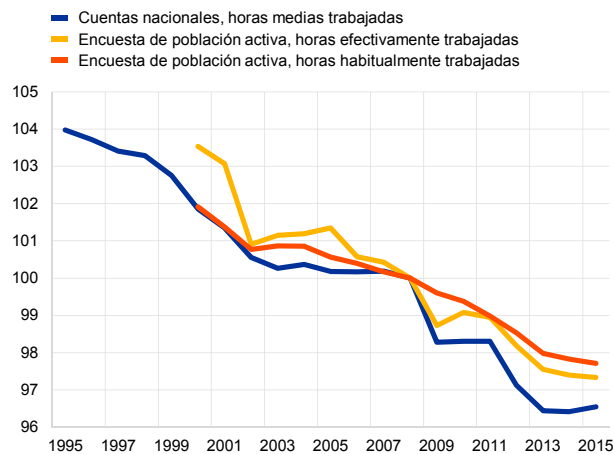
(índice: I TR 2008 = 100; datos trimestrales, ajustados por días laborables y estacionalidad)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B
Diferentes medidas de las horas medias trabajadas por persona

(índice: 2008 = 100; datos anuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En la encuesta de población activa de la UE, el número de horas habitualmente trabajadas se refiere a las horas que una persona trabaja normalmente por semana. El número de horas efectivamente trabajadas abarca todas las horas que una persona trabajó durante la semana de referencia, incluidas las horas extraordinarias, independientemente de que fueran remuneradas o no.

Las horas trabajadas ya iban siguiendo una tendencia descendente incluso antes de la crisis. Las horas medias trabajadas en la zona del euro, calculadas sobre la base de las cuentas nacionales, así como de las indicadas en las encuestas de población activa, han disminuido significativamente en las dos últimas décadas (véase gráfico B). Los datos históricos sugieren que las horas trabajadas

han ido reduciéndose durante un período mucho más largo¹. El descenso de este indicador se ha observado en todos los países de la zona del euro y en una amplia gama de sectores².

En la zona del euro, las horas medias realmente trabajadas por semana han disminuido en alrededor de una hora desde 2008, debido sobre todo al aumento del empleo a tiempo parcial. El detalle de la variación de las horas medias trabajadas (medidas por la encuesta de población activa de la UE de Eurostat) muestra que el principal factor que explica la reciente caída de las horas efectivamente trabajadas ha sido el incremento del empleo a tiempo parcial (véase gráfico C). La ratio de empleados a tiempo parcial en relación con el total de trabajadores de la zona del euro subió del 19 % al 21,7 % entre el primer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2013, y se situó en el 22,2 % en el primer trimestre de 2016. Este aumento representa más de la mitad del descenso de las horas medias trabajadas. Al mismo tiempo, las horas medias trabajadas por los trabajadores a tiempo completo también se redujeron después del comienzo de la crisis (lo que puede tener su explicación en la caída de las horas extraordinarias o en el incremento de las jornadas reducidas), se recuperaron ligeramente en 2010 y 2011, pero han seguido descendiendo desde entonces, contribuyendo también a la disminución de las horas medias trabajadas por persona empleada.

El aumento del empleo a tiempo parcial está fuertemente relacionado con la evolución del sector servicios. Generalmente, el trabajo a tiempo parcial está más extendido en el sector servicios que en la industria y en la construcción. La ratio entre los trabajadores a tiempo parcial y el total de trabajadores se sitúa alrededor del 9 % en la industria y en la construcción, mientras que está bastante por encima del 20 % en los servicios de mercado y de no mercado. Desde 2008, la ratio de parcialidad se ha incrementado en todos los sectores. Sin embargo, el aumento más acusado se ha observado en el sector de servicios de mercado, que ha sido, también debido a su elevado peso en la economía, el que más ha contribuido al incremento de la ratio de parcialidad agregada. Este efecto también se ha visto ampliado, así mismo, por la variación en la composición del empleo, con un desplazamiento hacia los servicios (véase gráfico D). El empleo a tiempo parcial también ha aumentado en la industria y en la construcción desde 2008, pero ha mostrado un patrón más cíclico y ha disminuido ligeramente durante la recuperación.

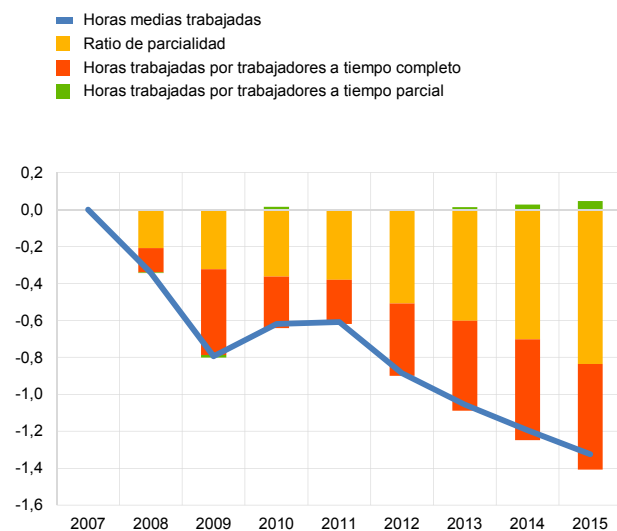
¹ Véanse, por ejemplo, S. Lee, D. McCann y J.C. Messenger, *Working Time Around the World. Trends in working hours, laws and policies in a global comparative perspective*, Organización Internacional del Trabajo, 2007, y T. Boppart y P. Krusell, *How much we work: The past, the present, and the future*, 2016.

² De acuerdo con los datos de las cuentas nacionales, entre el primer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2016, las horas medias trabajadas disminuyeron en los cuatro países más grandes de la zona del euro, salvo en España. Durante este período, el descenso en las horas medias trabajadas en la zona del euro también se observó en todos los sectores NACE, con la excepción de información y comunicaciones.

Gráfico C

Detalle de la variación acumulada de las horas medias trabajadas en la zona del euro

(variación acumulada de las horas medias efectivamente trabajadas por semana desde 2007; porcentaje de trabajadores a tiempo parcial; cifras anuales)



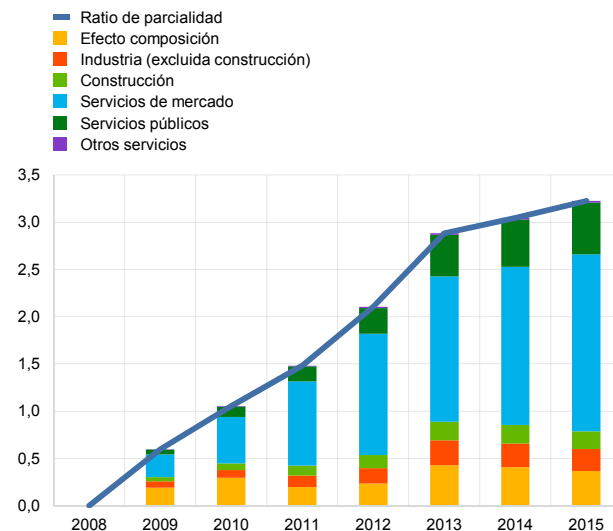
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las horas medias trabajadas por los empleados a tiempo completo y a tiempo parcial, así como la ratio de parcialidad, se toman de la encuesta de población activa de la UE. Para el detalle, el número de empleados se extrae de las cuentas nacionales.

Gráfico D

Detalle de la variación acumulada de la ratio de parcialidad de la zona del euro, mostrando los cambios en los sectores y el efecto composición

(variación acumulada de la ratio de parcialidad desde 2008; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Para los cálculos, el número de empleados se tomó de las cuentas nacionales, y el porcentaje de trabajadores a tiempo parcial por sector, de la encuesta de población activa.

A escala de la zona del euro, parece que el crecimiento del empleo a tiempo parcial ha obedecido, en gran medida, a la preferencia de las empresas por este tipo de contrato. Parece que más de la mitad del incremento del empleo a tiempo parcial desde el primer trimestre de 2008 es reflejo de decisiones adoptadas de forma voluntaria, dado que los trabajadores aprovecharon de buen grado las nuevas oportunidades de empleo a tiempo parcial. Sin embargo, casi la mitad de dicho incremento se debe al aumento del «subempleo»³, pues los trabajadores aceptaron contra su voluntad empleos a tiempo parcial, pese a que hubiesen deseado trabajar más. El ascenso del empleo a tiempo parcial ha sido similar para ambos géneros, aunque la prevalencia de este tipo de contrato sigue siendo muy superior en el caso de las mujeres. No obstante, el subempleo es más elevado entre los trabajadores a tiempo parcial de sexo masculino, y el crecimiento del empleo a tiempo parcial se vio acompañado por un incremento más elevado del subempleo masculino. Entre el primer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2016, la proporción de trabajadores clasificados como subempleados pasó del 23 % al 30 % en el caso de los hombres, y se mantuvo prácticamente sin variación, en torno al 20 %, en el de las mujeres⁴.

³ «Trabajadores a tiempo parcial subempleados» es una expresión utilizada por Eurostat para referirse a las personas que trabajan a tiempo parcial, pero desean trabajar más horas y tienen disponibilidad para hacerlo. El trabajo a tiempo parcial se registra según lo indicado por cada persona. Para más detalles, véase <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3433488/5579744/KS-SF-11-057-EN.PDF>.

⁴ Las cifras aquí indicadas se refieren al porcentaje de subempleados con respecto a los trabajadores a tiempo parcial.

El aumento de la ratio de parcialidad y el correspondiente descenso de las horas medias trabajadas parecen ser, al menos en parte, de carácter estructural, lo que significa que las horas medias trabajadas pueden no recuperar el nivel registrado antes de la crisis. Parece que el incremento del

empleo a tiempo parcial está determinado, al menos, por dos cambios estructurales: el peso creciente del sector de servicios de mercado, con el consiguiente aumento de la demanda de trabajo a tiempo parcial, y la mayor oferta de mano de obra a tiempo parcial (debido, entre otros factores, a la creciente participación de las mujeres y de personas mayores de 55 años). A menos que se invierta la tendencia a largo plazo hacia un aumento del empleo en los servicios, es probable que la ratio de parcialidad siga creciendo y que las horas medias trabajadas se mantengan por debajo de los niveles observados antes de la crisis.

Artículo

La relación entre el empleo y el PIB desde la crisis

El crecimiento continuado del empleo en la zona del euro observado desde el inicio de la recuperación en 2013 ha sido más intenso de lo previsto. Las diferencias en la respuesta del avance del empleo al crecimiento del PIB entre los períodos anteriores y posteriores a la crisis apuntan a un posible cambio estructural en la relación subyacente entre el empleo y el PIB. En este artículo se examinan los factores determinantes de esta relación y se sugiere que los cambios en la composición sectorial del crecimiento del PIB hacia un mayor tamaño del sector servicios, el cambio en la composición del empleo hacia el trabajo a tiempo parcial, las reformas estructurales de los mercados laborales y las medidas fiscales adoptadas en algunos países son la causa de parte de la mejora de la relación subyacente entre el empleo y el PIB desde que comenzó la recuperación.

1 La relación entre el empleo y el PIB en la zona del euro

La recuperación del PIB de la zona del euro observada desde el segundo trimestre de 2013 ha ido acompañada de un crecimiento mayor de lo previsto del empleo. En este artículo se considera hasta qué punto es probable que el crecimiento del empleo siga siendo superior a lo esperado y se examinan algunos de los factores que pueden estar contribuyendo a esta evolución. Desde la perspectiva de un banco central, este tema es importante, porque la recuperación del mercado de trabajo es crucial para fortalecer la confianza y el consumo después de la crisis. Mientras que el anterior debilitamiento de la relación entre el crecimiento del PIB y la tasa de desempleo (ley de Okun), o entre el avance del PIB y el del empleo, ha sido documentado y explicado en la literatura, hasta ahora se ha prestado mucha menos atención al pronunciado estrechamiento del vínculo entre el crecimiento del empleo y el del PIB durante la recuperación.

En cierta medida, resulta sorprendente que la relación entre el empleo y el PIB durante la recuperación haya sido tan estrecha como en los años previos a la crisis. Con anterioridad al inicio de la Gran Recesión en 2008, el crecimiento del empleo en la zona del euro estuvo estrechamente correlacionado con el PIB. En retrospectiva, sin embargo, se observa que la fuerte expansión del empleo en algunos países en el período anterior a la crisis había estado asociada a la aparición de desequilibrios sectoriales que posteriormente se consideraron insostenibles a más largo plazo. No obstante, desde que comenzó la recuperación del PIB en la zona del euro, las respuestas del empleo al crecimiento del PIB han sido, al menos, tan intensas como las observadas en el período anterior a la crisis.

Cambios tanto cíclicos como estructurales han podido contribuir a la respuesta más intensa de lo previsto del empleo de la zona del euro al PIB desde la recuperación. Entre las razones cíclicas se incluyen el fuerte repunte del empleo observado en algunos países, tras experimentar acusados retrocesos, y la introducción de medidas fiscales a corto plazo, que han impulsado el crecimiento de la ocupación tras la crisis en determinados Estados miembros. Con todo, es probable que los cambios estructurales y las reformas estructurales en curso en algunos países hayan desempeñado un papel más persistente.

En este artículo se consideran los factores determinantes de la relación entre el empleo y el PIB y se examina su papel a la hora de explicar el fuerte crecimiento del empleo observado desde que comenzó la recuperación de la zona del euro. El resto del artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se describe la dinámica del empleo y del PIB en la zona del euro desde la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM), centrándose en la evolución observada a partir de la crisis. En la sección 3 se proporciona una cuantificación de la relación entre el empleo y el PIB, y se incluye un recuadro sobre los cambios en la evolución cíclica desde el punto de vista estadístico. En la sección 4 se valora la importancia de la evolución sectorial a la hora de explicar la reciente fortaleza de la relación entre el empleo y el PIB, y en el segundo recuadro se comparan los patrones observados en la zona del euro y en Estados Unidos desde la Gran Recesión y se consideran las implicaciones del acusado crecimiento reciente del empleo en ambas economías para medir la productividad. En la sección 5 se analizan la dimensión nacional del agregado de la zona del euro y el papel que han desempeñado las medidas adoptadas en la configuración de la evolución reciente de la zona. En el tercer recuadro se examina el impacto de las reformas estructurales en los cambios en la reacción del empleo al crecimiento del producto a escala nacional, y en la sección 6 se presentan las conclusiones.

2 Conclusiones

La recuperación de la actividad en la zona del euro ha ido acompañada de una creación considerable de empleo. Sin embargo, transcurridos solo doce trimestres de repunte del PIB de la zona del euro después de la crisis, es demasiado pronto para saber si es probable que el fuerte crecimiento que ha experimentado el empleo recientemente será una característica de largo plazo de los mercados de trabajo de la zona. Con todo, cabe señalar que los dos países con mayor crecimiento del producto y del empleo desde que se inició la recuperación —Alemania y España— se encuentran entre los que han acometido reformas laborales de más amplio alcance desde mediados de la década de 2000. La reforma del mercado de trabajo introducida en Italia en 2015 también ha contribuido a imprimir un renovado dinamismo al empleo en ese país en los últimos trimestres. Estas observaciones pueden animar a otros países de la zona del euro a acometer reformas adicionales.

El fuerte avance del empleo observado recientemente en la zona del euro ha sido, en cierta medida, una sorpresa positiva, tanto para los analistas como para los responsables de la política económica. Cuando se inició la Gran

Recesión en 2008, muchos consideraron que las elevadas tasas de crecimiento del empleo en la zona del euro anteriores a la crisis fueron resultado de desequilibrios sectoriales insostenibles en algunos países y, por lo tanto, que era improbable que volviesen a registrarse. Sin embargo, durante la recuperación posterior a la crisis, la respuesta del empleo al crecimiento del PIB en la zona del euro parece haber sido al menos tan intensa como en el período previo a la crisis, tanto a escala agregada como en muchos de los países de la zona. Este artículo sugiere que la notable expansión reciente del empleo con respecto a la evolución del PIB se debe, en parte, a los cambios estructurales que se están produciendo en toda la zona del euro, incluidos cambios sectoriales y de composición de la población activa, que se han plasmado en un mercado laboral más flexible y con mayor capacidad de respuesta a la evolución cíclica.

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

Estadísticas

Índice

1 Entorno exterior	S 2
2 Evolución financiera	S 3
3 Actividad económica	S 8
4 Precios y costes	S 14
5 Dinero y crédito	S 18
6 Evolución de las finanzas públicas	S 23

Información adicional

En el Statistical Data Warehouse (SDW) pueden consultarse y descargarse las estadísticas del BCE: <http://sdw.ecb.europa.eu/>

Los datos incluidos en la sección estadística del Boletín Económico están disponibles en el SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

En el SDW puede consultarse el Boletín Estadístico completo: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

Las definiciones metodológicas se encuentran en las Notas Generales del Boletín Estadístico: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Los detalles sobre los cálculos se encuentran en las Notas Técnicas del Boletín Estadístico: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

En el glosario de estadísticas del BCE se incluyen explicaciones de los términos y abreviaturas: <http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Símbolos utilizados en los cuadros

- «-» Inexistencia del fenómeno considerado/dato no aplicable
- «.» Dato no disponible por el momento
- «...» Cero o no significativo
- (p) Cifra provisional
- (d.) Desestacionalizado
- (s.d.) Sin desestacionalizar

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre períodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20 ²⁾	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 ³⁾ (IAPC)
							Total	Excluidos alimentos y energía					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,7	1,9	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	3,1	-0,1	7,3	1,1	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,2	2,6	2,2	0,6	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 III TR	0,8	0,5	0,4	0,5	1,8	0,4	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
IV TR	0,7	0,2	0,7	-0,4	1,5	0,4	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2016 I TR	0,7	0,2	0,4	0,5	1,2	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,1	2,1	0,0
II TR	.	0,3	0,6	0,0	1,8	0,3	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,4	2,1	-0,1
2016 Mar	-	-	-	-	-	-	0,8	1,9	0,9	0,5	0,0	2,3	0,0
Abr	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,3	2,3	-0,2
May	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	1,0	0,3	-0,5	2,0	-0,1
Jun	-	-	-	-	-	-	0,9	1,9	1,0	0,5	-0,4	1,9	0,1
Jul	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	0,8	0,6	-0,4	1,8	0,2
Ago ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	0,2

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar.

2) Actualmente no se dispone de datos sobre Argentina debido al estado de emergencia administrativa del sistema estadístico nacional declarado por el Gobierno de este país el 7 de enero de 2016. En consecuencia, Argentina no se incluye en el cálculo del agregado del G-20. La política relativa a la inclusión de Argentina se reconsiderará en el futuro dependiendo de la evolución futura.

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

4) La cifra relativa a la zona del euro es una estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión; datos desestacionalizados)							Importaciones de mercancías 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
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	3,1	-0,2	5,6
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,1	51,4	2,9	3,9	2,2
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,9	50,3	0,8	3,9	-1,4
2015 III TR	53,0	55,4	55,2	51,9	49,0	53,9	50,3	54,0	48,8	0,8	0,4	1,1
IV TR	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	0,8	0,5	1,0
2016 I TR	51,2	51,5	54,2	51,2	50,3	53,2	50,7	51,3	49,4	-1,0	0,5	-2,1
II TR	50,8	51,5	52,4	49,0	50,5	53,1	49,7	51,1	48,8	-0,4	0,2	-1,0
2016 Mar	51,0	51,3	53,6	49,9	51,3	53,1	51,0	51,1	49,3	-1,0	0,5	-2,1
Abr	51,1	52,4	51,9	48,9	50,8	53,0	50,0	51,6	48,7	-1,0	0,8	-2,5
May	50,5	50,9	53,0	49,2	50,5	53,1	49,5	50,9	48,4	-1,2	-0,5	-1,8
Jun	50,6	51,2	52,4	49,0	50,3	53,1	49,7	51,0	49,3	-0,4	0,2	-1,0
Jul	51,2	51,8	47,6	50,1	51,9	53,2	51,6	51,0	49,7	.	.	.
Ago	51,3	51,5	53,6	49,8	51,8	52,9	51,8	51,1	50,3	.	.	.

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
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016 Feb	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01
Mar	-0,29	-0,31	-0,23	-0,13	-0,01	0,63	-0,01
Abr	-0,34	-0,34	-0,25	-0,14	-0,01	0,63	-0,02
May	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03
Jun	-0,33	-0,36	-0,27	-0,16	-0,03	0,65	-0,03
Jul	-0,33	-0,37	-0,29	-0,19	-0,06	0,70	-0,03
Ago	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

2.2 Curvas de rendimiento

(fin de período; tasas en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro ^{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	
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 Feb	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23
Mar	-0,49	-0,49	-0,49	-0,30	0,26	0,75	1,18	1,03	-0,49	-0,47	0,25	1,21
Abr	-0,54	-0,52	-0,50	-0,27	0,34	0,86	1,28	1,13	-0,50	-0,45	0,33	1,39
May	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19
Jun	-0,65	-0,65	-0,66	-0,52	-0,10	0,54	1,03	0,72	-0,66	-0,66	-0,12	0,60
Jul	-0,65	-0,64	-0,65	-0,55	-0,15	0,49	0,96	0,56	-0,65	-0,67	-0,19	0,55
Ago	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	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 las Notas Generales.

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

2.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016 Feb	304,3	2.862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1.904,4	16.347,0
Mar	322,2	3.031,4	598,6	257,6	595,8	271,6	155,9	483,1	366,3	248,1	349,9	746,9	2.022,0	16.897,3
Abr	323,4	3.031,2	623,9	254,7	597,3	273,2	153,6	491,4	364,9	252,3	337,0	772,7	2.075,5	16.543,5
May	319,5	2.983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2.065,6	16.612,7
Jun	312,2	2.910,8	591,8	243,6	588,2	276,9	141,7	481,3	359,9	249,8	320,4	761,3	2.083,9	16.068,8
Jul	312,8	2.919,1	604,5	247,1	599,9	285,0	132,8	481,1	372,6	258,5	317,8	801,0	2.148,9	16.168,3
Ago	323,2	2.992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2.177,5	16.586,1

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubierto	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							
			Hasta 2 años	Más de 2 años					Tipo flexible y hasta un año		Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 años a 10 años		Más de 10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2015 Ago	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26
Sep	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,22	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,38	2,61	2,25
Oct	0,14	0,66	0,64	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26
Nov	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27
Dic	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22
2016 Ene	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,22	2,30	2,40	2,53	2,23
Feb	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19
Mar	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,09	2,10	2,24	2,38	2,11
Abr	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,20	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09
May	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,02	2,06	2,12	2,37	2,02
Jun	0,09	0,54	0,56	0,86	6,55	16,79	4,94	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,02	2,32	1,97
Jul ^(a)	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,79	5,04	5,97	6,28	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,32	1,92

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 descubierto	Otros préstamos por tamaño y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		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	
2015 Ago	0,17	0,24	0,92	3,14	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,45	1,53	2,03	2,16
Sep	0,17	0,26	1,00	3,18	3,23	3,51	2,89	2,04	2,25	2,21	1,55	1,87	2,17	2,23
Oct	0,16	0,26	0,82	3,09	3,19	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,48	1,69	2,03	2,16
Nov	0,16	0,23	0,83	3,05	3,14	3,39	2,88	2,03	2,16	2,20	1,46	1,62	1,98	2,13
Dic	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,51	1,77	1,92	2,10
2016 Ene	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,43	1,67	2,07	2,10
Feb	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,37	1,47	1,74	2,02
Mar	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,39	1,74	1,77	2,05
Abr	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
May	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
Jun	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90
Jul ^(a)	0,09	0,17	0,42	2,71	2,72	3,07	2,48	1,86	1,91	1,82	1,28	1,58	1,69	1,87

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 se reclasificaron las sociedades holding de los grupos no financieros, pasando del sector de sociedades no financieras al sector de instituciones financieras.

2 Evolución financiera

2.6 Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro, por sector emisor y vencimiento inicial

(mm de euros, operaciones durante el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Saldos vivos							Emisiones brutas 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 financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC*	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas
Corto plazo														
2013	1.255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1.318	543	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.262	517	140	.	61	478	65	336	150	37	.	32	82	34
2016 Ene	1.284	524	142	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33
Feb	1.302	536	142	.	71	487	66	318	144	32	.	30	81	31
Mar	1.283	515	135	.	72	493	69	321	123	38	.	30	89	40
Abr	1.285	519	126	.	78	495	68	352	155	36	.	33	82	46
May	1.295	530	123	.	79	495	68	333	153	37	.	34	75	34
Jun	1.279	526	123	.	67	494	69	307	136	37	.	28	80	27
Largo plazo														
2013	15.113	4.403	3.092	.	921	6.069	628	222	70	39	.	16	89	9
2014	15.132	4.046	3.164	.	995	6.285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15.244	3.784	3.276	.	1.066	6.481	637	214	67	44	.	13	81	9
2016 Ene	15.218	3.753	3.256	.	1.053	6.521	634	207	75	25	.	7	93	8
Feb	15.155	3.751	3.175	.	1.047	6.549	633	209	66	42	.	4	88	10
Mar	15.156	3.728	3.128	.	1.057	6.604	639	248	72	39	.	26	94	17
Abr	15.120	3.724	3.142	.	1.073	6.548	633	219	61	35	.	25	91	7
May	15.231	3.732	3.157	.	1.097	6.611	634	238	59	49	.	34	88	8
Jun	15.272	3.733	3.141	.	1.096	6.663	638	214	72	41	.	13	79	10

Fuente: BCE.

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

* Sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización.

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas				
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC*	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas					
												1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldo vivo												
2013	16.367,8	4.886,3	3.215,9	.	987,4	6.598,1	680,0	5.649,0	569,1	742,5	4.337,4	
2014	16.450,2	4.588,1	3.292,9	.	1.053,3	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3	
2015	16.505,9	4.301,4	3.416,2	.	1.127,2	6.959,3	701,9	6.744,7	586,1	911,6	5.247,0	
2016 Ene	16.502,3	4.277,8	3.397,7	.	1.120,9	7.004,9	701,1	6.343,7	490,7	858,0	4.995,0	
Feb	16.457,0	4.286,8	3.317,5	.	1.117,3	7.036,4	698,9	6.240,5	471,7	877,4	4.891,5	
Mar	16.438,9	4.243,5	3.263,2	.	1.128,3	7.096,7	707,2	6.419,6	483,4	902,0	5.034,2	
Abr	16.404,8	4.243,3	3.268,1	.	1.150,7	7.042,5	700,2	6.462,3	505,5	917,5	5.039,4	
May	16.525,9	4.262,2	3.279,1	.	1.176,3	7.106,6	701,6	6.552,4	491,5	923,2	5.137,7	
Jun	16.550,7	4.258,9	3.264,4	.	1.163,6	7.156,4	707,3	6.204,6	395,0	861,7	4.948,0	
Tasa de crecimiento												
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2	
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7	
2015	0,2	-6,9	5,1	.	5,3	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6	
2016 Ene	-0,3	-7,7	3,6	.	4,4	2,0	0,7	1,0	3,3	1,5	0,7	
Feb	-0,7	-7,1	1,2	.	2,8	2,0	-0,4	1,0	3,3	1,2	0,7	
Mar	-0,9	-6,9	-0,9	.	3,3	2,2	0,2	0,9	3,3	1,5	0,6	
Abr	-0,9	-6,8	-0,3	.	4,0	1,7	-0,1	0,9	2,6	1,8	0,6	
May	-0,7	-5,9	-0,9	.	6,0	1,6	0,6	0,9	2,5	1,6	0,6	
Jun	-0,2	-4,6	-1,8	.	6,0	2,2	2,7	0,9	2,7	1,6	0,6	

Fuente: BCE.

* Sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización.

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 real ²⁾	CLUT real	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	101,0	99,1	111,9	95,5
2014	101,8	97,8	96,8	91,2	100,8	100,5	114,7	96,0
2015	92,4	88,4	89,1	83,4	89,5	91,5	106,5	87,8
2015 III TR	92,7	88,7	89,6	83,8	90,2	91,9	107,6	88,5
IV TR	92,4	88,3	89,3	83,9	88,8	91,4	107,7	88,3
2016 I TR	94,1	89,5	90,8	85,4	90,0	92,3	110,4	90,1
II TR	94,9	90,3	91,5	.	.	.	110,8	90,4
2016 Mar	94,1	89,5	90,8	.	.	.	110,0	89,9
Abr	94,8	90,1	91,4	.	.	.	110,6	90,2
May	95,1	90,5	91,7	.	.	.	111,1	90,7
Jun	94,7	90,2	91,3	.	.	.	110,5	90,3
Jul	94,9	90,3	91,6	.	.	.	110,2	89,8
Ago	95,2	90,6	92,0	.	.	.	110,6	90,1
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2016 Ago	0,3	0,3	0,4	.	.	.	0,4	0,3
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2016 Ago	2,3	1,8	2,4	.	.	.	2,4	1,3

Fuente: BCE.

1) Para una definición de grupo de socios comerciales e información adicional, véanse las Notas Generales en el Boletín Estadístico.

2) Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el grupo de socios comerciales TCE-19.

2.9 Tipos cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 III TR	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
IV TR	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2016 I TR	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
II TR	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
2016 Mar	7,222	7,559	27,051	7,457	311,154	125,385	4,293	0,780	4,4666	9,285	1,092	1,110
Abr	7,346	7,495	27,031	7,443	311,462	124,287	4,311	0,792	4,4724	9,203	1,093	1,134
May	7,386	7,498	27,026	7,439	314,581	123,214	4,404	0,778	4,4991	9,295	1,106	1,131
Jun	7,402	7,520	27,061	7,437	313,984	118,453	4,400	0,790	4,5230	9,334	1,089	1,123
Jul	7,391	7,493	27,042	7,439	314,353	115,250	4,396	0,841	4,4856	9,474	1,087	1,107
Ago	7,454	7,487	27,025	7,441	310,205	113,487	4,300	0,855	4,4591	9,491	1,088	1,121
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2016 Ago	0,8	-0,1	-0,1	0,0	-1,3	-1,5	-2,2	1,7	-0,6	0,2	0,1	1,3
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2016 Ago	5,5	-0,9	-0,1	-0,3	-0,5	-17,2	2,5	19,7	0,8	-0,3	1,0	0,7

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Total ¹⁾			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2015 II TR	22.097,0	23.303,8	-1.206,8	9.376,5	7.521,5	7.195,1	10.684,5	-29,3	4.896,2	5.097,9	658,5	13.264,2
III TR	21.671,7	22.842,6	-1.170,9	9.391,6	7.625,3	6.854,1	10.158,7	-36,3	4.818,1	5.058,6	644,2	13.116,6
IV TR	22.191,1	23.156,8	-965,7	9.747,6	7.960,0	7.178,8	10.282,5	-28,3	4.648,8	4.914,3	644,2	12.962,3
2016 I TR	22.117,4	23.375,2	-1.257,7	9.683,3	8.217,7	7.097,5	10.059,8	-28,0	4.689,4	5.097,6	675,3	13.287,1
<i>saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2016 I TR	210,1	222,1	-12,0	92,0	78,1	67,4	95,6	-0,3	44,6	48,4	6,4	126,2
Transacciones												
2015 III TR	90,0	32,3	57,7	114,0	124,4	25,5	-68,8	-1,2	-51,0	-23,3	2,7	-
IV TR	106,6	-64,0	170,6	181,3	142,0	105,4	-16,1	54,2	-238,9	-190,0	4,6	-
2016 I TR	433,4	384,6	48,9	165,7	122,1	135,0	-7,7	18,6	113,3	270,1	1,0	-
II TR	311,2	162,9	148,3	68,6	19,6	141,5	-6,2	-7,5	106,5	149,6	2,2	-
2016 Ene	234,1	250,5	-16,4	37,4	69,3	35,8	-51,2	14,8	147,1	232,3	-1,2	-
Feb	176,9	182,4	-5,5	84,3	39,3	47,2	13,1	6,8	37,5	130,0	1,1	-
Mar	22,5	-48,3	70,8	44,0	13,5	51,9	30,4	-3,1	-71,3	-92,2	1,1	-
Abr	185,4	142,6	42,8	19,8	11,9	73,3	-47,8	-6,1	100,0	178,5	-1,6	-
May	142,0	96,3	45,7	59,7	21,1	30,5	22,9	-0,5	49,2	52,4	3,1	-
Jun	-16,3	-76,0	59,8	-10,9	-13,3	37,6	18,6	-0,9	-42,8	-81,3	0,7	-
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2016 Jun	941,3	515,8	425,5	529,6	408,2	407,4	-98,8	64,1	-70,2	206,4	10,4	-
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2016 Jun	8,9	4,9	4,0	5,0	3,8	3,8	-0,9	0,6	-0,7	1,9	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	
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>												
2013	9.938,2	9.607,0	5.561,7	2.093,9	1.951,3	1.004,3	573,1	366,7	0,1	331,2	4.373,9	4.042,7
2014	10.127,6	9.768,4	5.634,1	2.124,5	1.991,7	1.007,4	595,7	376,3	18,1	359,2	4.533,1	4.173,9
2015	10.454,6	9.976,3	5.741,1	2.163,8	2.069,1	1.022,2	630,9	398,3	2,3	478,3	4.826,5	4.348,2
2015 III TR	2.619,3	2.498,2	1.440,8	542,4	516,9	254,2	156,7	101,4	-2,0	121,1	1.210,4	1.089,3
IV TR	2.643,3	2.521,8	1.447,0	546,1	526,8	257,9	162,9	100,6	1,9	121,5	1.214,6	1.093,0
2016 I TR	2.659,7	2.532,3	1.451,6	551,2	528,3	260,9	164,4	101,8	1,1	127,4	1.196,4	1.069,0
II TR	2.674,4	2.540,7	1.459,7	553,7	528,7	.	.	.	-1,3	133,8	1.209,9	1.076,1
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2015	100,0	95,4	54,9	20,7	19,8	9,8	6,0	3,8	0,0	4,6	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2015 III TR	0,4	0,7	0,5	0,4	0,5	0,2	0,5	1,2	-	-	0,4	1,2
IV TR	0,4	0,7	0,3	0,6	1,4	1,3	3,2	-0,9	-	-	0,7	1,4
2016 I TR	0,5	0,4	0,6	0,6	0,4	0,7	1,1	0,7	-	-	0,0	-0,1
II TR	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	.	.	.	-	-	1,1	0,4
<i>tasas de variación interanual</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,2	-2,4	-3,6	-2,5	0,1	-	-	2,2	1,5
2014	1,1	1,1	0,8	0,6	1,5	-0,5	4,1	2,1	-	-	4,4	4,8
2015	2,0	1,9	1,8	1,4	3,1	1,0	5,1	4,6	-	-	6,3	6,3
2015 III TR	2,0	1,9	1,9	1,3	2,7	0,7	3,2	6,6	-	-	5,7	5,9
IV TR	2,0	2,3	1,7	1,9	3,7	1,8	6,1	4,1	-	-	4,8	5,8
2016 I TR	1,7	2,1	1,9	2,0	2,5	1,3	5,1	3,6	-	-	2,3	3,2
II TR	1,6	1,9	1,7	1,8	2,4	.	.	.	-	-	2,2	2,8
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2015 III TR	0,4	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	-	-
IV TR	0,4	0,7	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,3	-	-
2016 I TR	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	-	-
II TR	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	.	.	.	-0,2	0,4	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,3	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	1,1	1,1	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2015 III TR	2,0	1,9	1,0	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	-	-
IV TR	2,0	2,2	0,9	0,4	0,7	0,2	0,4	0,2	0,2	-0,2	-	-
2016 I TR	1,7	1,9	1,0	0,4	0,5	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,3	-	-
II TR	1,6	1,8	0,9	0,4	0,5	.	.	.	0,0	-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	Actividad inmobiliaria	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2013	8.933,9	156,5	1.736,6	459,1	1.680,3	409,1	445,7	1.035,5	945,7	1.748,8	316,5	1.004,3
2014	9.094,9	150,3	1.768,0	462,7	1.719,1	415,3	459,4	1.047,2	971,2	1.778,7	323,0	1.032,7
2015	9.383,2	149,7	1.868,4	470,4	1.781,2	429,1	455,6	1.068,8	1.011,8	1.817,9	330,3	1.071,4
2015 III TR	2.348,6	37,4	466,5	117,2	446,8	107,4	113,4	268,3	253,7	455,0	82,8	270,7
IV TR	2.370,7	38,4	470,2	119,2	450,2	109,0	112,6	270,4	257,9	459,2	83,6	272,6
2016 I TR	2.386,9	36,8	473,4	121,1	454,1	109,8	113,0	271,4	260,1	462,5	84,6	272,8
II TR	2.400,0	36,9	472,7	121,6	457,4	110,6	111,8	273,9	264,3	465,9	85,0	274,4
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2015	100,0	1,6	19,9	5,0	19,0	4,6	4,9	11,4	10,8	19,4	3,5	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2015 III TR	0,4	0,5	0,7	-0,1	0,4	0,8	-0,5	0,5	0,4	0,2	0,6	0,2
IV TR	0,3	0,7	0,1	1,0	0,4	0,0	0,2	0,3	0,6	0,3	0,6	1,3
2016 I TR	0,6	-0,4	0,2	1,0	0,8	0,9	0,8	0,1	1,0	0,5	0,8	0,1
II TR	0,3	0,3	0,5	-0,3	0,4	0,1	-0,5	0,3	0,8	0,2	0,2	0,1
<i>tasas de variación interanual</i>												
2013	-0,2	3,1	-0,9	-3,5	-0,5	1,5	0,1	1,4	0,3	0,1	-1,0	-1,1
2014	1,1	1,2	2,0	-0,8	1,4	3,2	-1,2	0,9	1,7	0,5	0,9	0,8
2015	1,9	0,2	3,8	0,4	2,2	2,9	0,1	1,0	2,7	1,1	0,9	2,8
2015 III TR	1,9	-0,6	3,8	0,3	2,0	2,8	-0,5	1,0	2,6	1,1	0,8	3,0
IV TR	1,9	1,0	3,5	1,2	1,9	2,0	-0,2	1,2	2,6	1,1	1,3	3,1
2016 I TR	1,6	0,1	1,4	1,5	2,0	2,4	0,6	0,9	2,7	1,1	1,8	2,8
II TR	1,6	1,1	1,5	1,6	2,0	1,9	0,0	1,2	2,9	1,3	2,1	1,7
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2015 III TR	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
IV TR	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2016 I TR	0,6	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
II TR	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2013	-0,2	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-
2014	1,1	0,0	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2015 III TR	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
IV TR	1,9	0,0	0,7	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 I TR	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-
II TR	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-

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	Actividad inmobiliaria	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,0
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,4	15,0	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,0	7,1
<i>tasas de variación interanual</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,7	-1,6	-1,2	-4,0	-0,8	0,3	-1,0	-1,5	0,4	0,2	-0,1
2014	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,2	-1,8	0,8	0,8	-0,9	0,9	2,0	0,8	1,1
2015	1,1	1,2	0,1	0,1	0,3	-0,1	1,4	1,1	-0,2	1,6	2,9	0,9	0,8
2015 II TR	1,0	1,1	0,4	0,5	0,1	0,6	1,1	0,9	0,2	1,9	2,8	0,8	0,6
III TR	1,1	1,3	0,0	0,2	0,4	-0,5	1,4	1,5	-0,2	1,7	3,0	1,0	0,6
IV TR	1,3	1,5	-0,1	0,2	0,4	-0,3	1,7	1,5	0,0	1,4	3,0	1,0	1,4
2016 I TR	1,4	1,7	-0,2	0,1	0,7	-0,4	1,7	2,6	0,4	1,8	3,1	1,1	1,9
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,3	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,6	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	12,9	21,9	6,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
2013	-1,4	-1,4	-1,7	-1,4	-1,5	-5,4	-1,6	-0,1	-1,5	-2,8	-0,8	-0,3	-1,4
2014	0,5	0,8	-0,4	-1,0	0,2	-1,6	0,6	0,9	-1,1	0,5	2,0	1,0	0,4
2015	1,3	1,5	0,4	1,0	0,8	0,6	1,1	2,1	-0,2	1,9	3,1	1,1	1,0
2015 II TR	1,1	1,3	0,4	0,9	0,9	1,1	0,7	2,0	0,1	2,4	3,1	1,0	0,7
III TR	1,4	1,6	0,4	0,9	1,0	0,2	1,0	3,0	-0,3	2,9	3,6	1,3	0,9
IV TR	1,5	1,8	0,5	1,5	1,1	0,8	1,7	2,3	0,4	1,0	3,2	1,0	1,5
2016 I TR	1,6	1,8	0,4	1,7	0,9	0,3	1,8	3,1	0,7	1,4	3,8	0,9	1,1
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2013	-0,8	-0,7	-1,0	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-1,1	-0,6	-1,3
2014	-0,1	0,1	-0,5	-1,4	0,4	0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,7
2015	0,2	0,3	0,2	0,9	0,5	0,7	-0,2	1,0	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2
2015 II TR	0,1	0,2	-0,1	0,4	0,7	0,4	-0,4	1,1	-0,1	0,5	0,2	0,2	0,1
III TR	0,3	0,3	0,4	0,7	0,6	0,7	-0,4	1,4	-0,2	1,2	0,6	0,3	0,3
IV TR	0,3	0,3	0,6	1,3	0,7	1,1	0,0	0,8	0,4	-0,4	0,2	-0,1	0,1
2016 I TR	0,2	0,1	0,7	1,6	0,2	0,7	0,1	0,5	0,3	-0,5	0,6	-0,2	-0,8

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	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2013			100,0		81,3		18,7		53,6		46,4			
2013	159,334	4,6	19,227	12,0	5,9	15,629	10,7	3,599	24,4	10,305	11,9	8,922	12,1	1,4
2014	160,308	4,6	18,641	11,6	6,1	15,221	10,4	3,420	23,7	9,936	11,5	8,705	11,8	1,5
2015	160,553	4,6	17,451	10,9	5,6	14,301	9,8	3,150	22,3	9,259	10,7	8,192	11,0	1,6
2015 III TR	160,589	4,4	17,212	10,7	5,3	14,094	9,6	3,118	22,2	9,138	10,6	8,074	10,9	1,5
IV TR	161,081	4,5	16,917	10,5	5,4	13,836	9,4	3,080	22,0	8,948	10,3	7,969	10,7	1,6
2016 I TR	161,003	4,5	16,645	10,3	5,2	13,624	9,2	3,020	21,6	8,733	10,1	7,912	10,6	1,7
II TR	-	-	16,356	10,1	-	13,375	9,1	2,980	21,1	8,503	9,8	7,853	10,5	-
2016 Feb	-	-	16,702	10,4	-	13,664	9,3	3,038	21,7	8,767	10,1	7,936	10,6	-
Mar	-	-	16,482	10,2	-	13,496	9,2	2,986	21,3	8,631	9,9	7,851	10,5	-
Abr	-	-	16,392	10,1	-	13,407	9,1	2,985	21,1	8,531	9,8	7,861	10,5	-
May	-	-	16,326	10,1	-	13,342	9,0	2,983	21,1	8,478	9,8	7,848	10,5	-
Jun	-	-	16,350	10,1	-	13,377	9,1	2,973	21,1	8,500	9,8	7,850	10,5	-
Jul	-	-	16,307	10,1	-	13,339	9,0	2,969	21,1	8,466	9,7	7,841	10,5	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Sin desestacionalizar.

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

3.5 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción industrial						Producción de la construcción	Índice del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matriculaciones de automóviles
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible	
	Manu-facturas	Bienes inter-medios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
tasas de variación interanual													
2013	-0,6	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	1,8	3,2	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,1	2,3	1,0	3,6	2,3	0,7	-0,8	3,5	2,7	1,7	3,6	2,2	8,8
2015 III TR	2,5	2,8	1,0	4,4	3,1	0,9	-1,1	2,9	3,3	2,6	4,1	2,5	9,4
IV TR	1,8	2,3	1,6	3,4	1,9	-1,9	0,7	2,5	2,5	1,2	3,4	1,8	10,0
2016 I TR	1,2	1,9	1,8	2,9	1,0	-3,5	2,7	0,5	2,1	1,8	2,6	0,9	9,5
II TR	0,8	1,0	0,9	1,2	0,9	-0,8	-0,1	-3,4	1,5	0,7	2,2	1,8	8,5
2016 Feb	0,6	1,7	2,3	2,5	0,7	-6,7	3,7	0,8	2,6	2,6	3,1	1,1	10,4
Mar	-0,2	-0,2	0,6	0,9	-3,2	-0,4	-0,2	-0,7	1,6	1,5	1,5	1,9	7,7
Abr	1,9	2,0	1,4	3,0	1,5	2,0	-0,9	-2,7	1,3	0,3	2,1	2,1	8,5
May	0,3	0,3	0,8	-0,4	0,3	-1,2	-0,4	-2,3	1,5	0,8	1,8	3,5	10,4
Jun	0,4	0,7	0,4	1,1	0,9	-3,5	0,6	-5,3	1,7	0,9	2,8	-0,1	6,9
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	2,9	1,8	3,2	2,2	-
tasas de variación intermensual (d.)													
2016 Feb	-1,3	-1,2	0,0	-1,8	-2,1	-1,8	-0,6	-0,6	0,3	0,4	0,3	-0,1	-0,5
Mar	-0,9	-1,4	-1,0	-1,2	-3,0	3,2	-1,6	-0,5	-0,6	-1,2	-0,7	-0,3	-1,5
Abr	1,2	1,3	0,4	2,0	2,7	0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,7	0,6	0,9
May	-1,2	-1,1	-0,3	-2,3	-0,6	-2,6	0,0	-0,1	0,4	0,6	-0,1	1,2	0,4
Jun	0,6	0,8	-0,2	1,3	0,8	-0,6	0,0	-0,5	-0,1	-0,1	0,7	-3,2	-1,0
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	1,1	1,1	0,4	1,8	-

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
1999-2013	100,0	-6,1	80,8	-12,8	-13,6	-8,7	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 III TR	104,5	-2,9	81,4	-7,0	-22,5	3,0	10,8	88,5	52,3	53,6	54,0	53,9
IV TR	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,1	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 I TR	104,0	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	1,9	10,8	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
II TR	104,3	-3,4	81,5	-7,8	-18,4	1,8	11,3	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
2016 Mar	103,0	-4,1	-	-9,7	-20,4	1,8	9,8	-	51,6	53,1	53,1	53,1
Abr	104,0	-3,6	81,5	-9,3	-19,2	1,3	11,6	89,0	51,7	52,6	53,1	53,0
May	104,6	-3,7	-	-7,0	-17,7	3,3	11,3	-	51,5	52,4	53,3	53,1
Jun	104,4	-2,8	-	-7,2	-18,2	0,8	10,9	-	52,8	53,9	52,8	53,1
Jul	104,5	-2,6	81,6	-7,9	-16,3	1,7	11,2	89,0	52,0	53,9	52,9	53,2
Ago	103,5	-4,4	-	-8,5	-16,1	-1,0	10,0	-	51,7	53,3	52,8	52,9

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

3.7 Resumen de indicadores de los hogares y la 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
2012	12,3	96,8	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,3	132,0	1,6	-6,5	1,3
2013	12,5	95,4	-0,5	1,2	-4,5	0,6	-1,9	32,6	4,0	130,0	2,4	-0,8	1,1
2014	12,5	94,7	0,7	1,9	1,8	2,7	1,1	32,8	4,8	131,1	1,7	3,5	0,9
2015 II TR	12,5	94,2	1,8	1,9	0,2	2,9	1,7	33,5	5,5	134,7	2,5	5,4	1,4
III TR	12,4	94,2	1,6	2,0	1,6	2,7	2,2	33,6	5,7	133,4	2,8	2,1	1,7
IV TR	12,5	94,0	2,3	2,2	3,8	3,5	2,9	33,9	5,8	133,3	3,5	7,2	2,0
2016 I TR	12,5	93,3	2,0	2,0	4,5	2,4	3,7	33,6	5,6	133,1	3,5	5,2	2,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

4) Basada en el saldo vivo de los préstamos, valores representativos de deuda, créditos comerciales y pasivos de los sistemas 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	
2015 III TR	896,3	815,5	80,8	523,9	436,9	191,7	177,8	155,6	144,0	25,1	56,9	9,9	4,6
IV TR	898,8	815,7	83,1	525,3	433,5	195,2	182,0	152,5	143,2	25,8	57,1	15,7	9,3
2016 I TR	881,7	794,3	87,4	516,0	424,0	193,8	176,7	147,5	137,7	24,4	55,9	10,2	11,1
II TR	867,9	771,3	96,5	513,9	416,5	186,9	168,7	141,7	132,0	25,3	54,1	7,3	6,0
2016 Ene	294,6	266,0	28,6	172,1	141,9	64,3	59,8	50,3	46,3	8,0	18,1	2,7	4,9
Feb	293,6	267,2	26,4	170,6	142,1	65,5	59,4	49,4	46,7	8,1	19,0	3,8	2,5
Mar	293,5	261,1	32,4	173,3	139,9	64,1	57,6	47,8	44,8	8,3	18,8	3,6	3,7
Abr	293,6	257,1	36,5	172,8	139,4	62,3	55,9	50,0	43,4	8,5	18,4	2,1	1,9
May	289,1	257,3	31,8	170,5	139,4	62,7	56,2	47,1	44,0	8,7	17,6	1,9	1,9
Jun	285,1	256,9	28,2	170,6	137,6	61,9	56,6	44,6	44,5	8,1	18,2	3,2	2,2
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2016 Jun	3.544,7	3.196,9	347,8	2.079,2	1.710,8	767,7	705,2	597,2	556,8	100,6	224,0	43,0	31,1
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2016 Jun	33,5	30,2	3,3	19,6	16,1	7,2	6,7	5,6	5,3	0,9	2,1	0,4	0,3

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2015 III TR	4,4	0,8	502,5	232,6	104,7	152,9	423,5	444,5	252,4	70,7	112,6	317,7	50,3
IV TR	3,6	2,2	509,1	236,7	105,6	153,7	426,3	443,3	246,8	73,1	114,3	324,4	44,6
2016 I TR	-1,1	-2,6	502,5	233,5	104,0	151,1	422,0	437,4	240,9	71,3	116,4	325,8	37,3
II TR	-0,4	-4,2	501,3	.	.	.	431,1	428,0	.	.	.	322,0	.
2016 Ene	-2,1	-0,9	167,4	78,1	34,2	50,6	141,1	147,0	81,5	23,3	38,9	109,6	12,6
Feb	1,2	2,0	167,0	78,1	34,0	50,3	140,1	147,0	80,4	24,0	39,0	110,0	12,1
Mar	-2,2	-8,1	168,1	77,3	35,8	50,1	140,8	143,4	79,0	23,9	38,5	106,1	12,6
Abr	-0,9	-5,3	168,7	77,7	35,7	51,0	146,1	143,4	78,1	23,9	38,4	109,1	13,3
May	2,0	-2,2	165,8	75,8	34,7	50,6	140,9	141,2	77,9	22,6	38,0	105,7	14,2
Jun	-2,2	-5,0	166,7	.	.	.	144,1	143,3	.	.	.	107,2	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2015 III TR	1,2	2,9	116,2	111,5	118,6	122,6	116,9	105,9	105,3	106,1	106,4	107,9	98,6
IV TR	0,9	4,9	118,3	115,2	119,1	122,5	117,4	107,3	107,3	107,2	107,7	110,1	101,3
2016 I TR	-1,1	2,4	118,4	116,0	117,3	121,7	117,0	109,7	110,8	105,4	109,6	111,1	110,6
II TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Dic	0,8	4,4	119,0	116,2	118,4	123,6	116,6	107,7	108,3	102,0	109,3	108,9	106,8
2016 Ene	-3,7	1,2	117,9	115,8	115,6	121,8	116,8	109,8	111,2	104,1	108,9	111,5	110,8
Feb	1,2	7,0	118,2	116,6	115,2	121,7	116,7	110,7	111,5	106,4	109,8	112,3	114,2
Mar	-0,9	-0,7	119,1	115,7	121,1	121,4	117,5	108,6	109,6	105,8	110,0	109,4	106,7
Abr	1,4	3,0	119,4	115,5	121,2	124,1	121,9	107,8	106,8	105,9	109,6	112,6	104,7
May	4,9	6,8	117,1	112,6	117,3	122,5	117,5	106,0	105,9	100,2	110,0	109,9	100,9

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

4 Precios y costes

4.1 Índice Armonizado de Precios de 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: 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabora- dos	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total excluidos alimentos y energía											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2016	100,0	100,0	70,7	55,8	44,2	100,0	12,1	7,4	26,5	9,7	44,2	86,5	13,5
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2015 III TR	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,3	0,2	-2,5	0,3	0,0	0,9
IV TR	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,0	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,7
2016 I TR	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3
II TR	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,1	2,0	0,3	-0,1	0,1
2016 Mar	100,1	0,0	1,0	-1,1	1,4	0,3	0,0	0,6	0,0	1,0	0,3	-0,1	0,4
Abr	100,2	-0,2	0,7	-1,1	0,9	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,1
May	100,5	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,3	0,0	0,4	0,0	1,7	0,2	-0,1	0,1
Jun	100,7	0,1	0,9	-0,7	1,1	0,2	0,1	-0,2	0,0	1,7	0,1	0,1	0,3
Jul	100,1	0,2	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,0	0,9	0,0	-1,0	0,2	0,1	0,4
Ago ³⁾	100,2	0,2	0,8	.	1,1	0,0	0,1	0,6	0,0	-1,1	0,0	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alquileres					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% del total en 2016	19,5	12,1	7,4	36,3	26,5	9,7	10,7	6,4	7,1	3,2	15,2	8,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2015 III TR	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0
IV TR	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2
2016 I TR	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2
II TR	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2
2016 Mar	0,8	0,4	1,3	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,7	0,1	2,1	1,3
Abr	0,8	0,5	1,2	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,5	0,1	0,9	1,2
May	0,9	0,6	1,5	-1,9	0,5	-8,1	1,1	1,0	0,5	0,0	1,4	1,1
Jun	0,9	0,5	1,5	-1,6	0,4	-6,4	1,0	1,0	0,8	-0,1	1,6	1,3
Jul	1,4	0,5	2,9	-1,7	0,4	-6,7	1,0	1,0	1,0	0,0	1,5	1,4
Ago ³⁾	1,3	0,5	2,5	.	0,3	-5,7	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

3) Estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, 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										Construcción	Precios de los inmuebles residenciales ¹⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ¹⁾
	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Industria excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,0
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,0
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	1,6	3,5
2015 III TR	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,3	1,6	3,2
IV TR	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,3	-0,3	2,2	4,7
2016 I TR	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,6	-0,1	-11,1	-0,2	2,9	.
II TR	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,8	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,6	.	.	.
2016 Feb	100,3	-4,1	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-12,4	-	-	-
Mar	100,6	-4,1	-3,1	-1,2	-2,7	0,4	-0,6	-1,0	-0,1	-11,8	-	-	-
Abr	100,2	-4,4	-3,2	-1,2	-2,9	0,4	-0,7	-1,1	0,1	-12,5	-	-	-
May	100,9	-3,8	-2,9	-1,2	-2,8	0,4	-0,5	-0,9	0,1	-10,8	-	-	-
Jun	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,6	0,4	-0,4	-0,6	0,0	-8,6	-	-	-
Jul	101,7	-2,8	-2,1	-0,8	-2,3	0,5	-0,2	-0,3	0,0	-8,4	-	-	-

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

1) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase <http://ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> para más información).

4.3 Precios de las materias primas y 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				Exportaciones ¹⁾		Importaciones ¹⁾	Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
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	
2013	103,7	1,3	1,0	1,1	1,3	0,4	-0,5	-1,3	81,7	-9,9	-13,6	-6,1	-9,0	-11,2	-6,3
2014	104,6	0,8	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,8	-1,5	74,5	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,2	0,2	0,1	0,4	0,7	0,2	-2,0	48,3	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,6
2015 III TR	105,9	1,2	0,1	0,2	0,4	0,7	0,1	-2,3	46,1	-2,5	4,2	-9,3	0,0	5,9	-7,8
IV TR	106,4	1,3	0,4	0,3	0,5	0,9	-0,1	-2,3	40,7	-7,4	-1,8	-13,4	-8,2	-4,8	-12,9
2016 I TR	106,5	1,2	0,4	0,3	0,7	0,8	-1,5	-3,3	32,5	-12,3	-8,4	-16,5	-12,9	-11,1	-15,6
II TR	106,8	1,1	0,4	0,2	0,9	0,7	-2,2	-4,1	42,0	-8,9	-5,7	-12,4	-12,4	-12,6	-12,2
2016 Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	-11,0	-8,4	-13,9	-12,5	-11,7	-13,7
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	38,2	-11,6	-10,2	-13,2	-14,5	-15,3	-13,4
May	-	-	-	-	-	-	-	-	42,7	-9,1	-4,9	-13,7	-12,7	-12,1	-13,5
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	44,9	-5,9	-2,0	-10,3	-10,1	-10,4	-9,6
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	42,6	-3,1	-4,8	-1,2	-8,0	-12,3	-1,4
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	42,3	0,3	-1,9	2,9	-5,2	-10,4	2,8

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Thomson Reuters (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 en porcentaje)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2013	-0,4	1,6	-1,4	-17,3	29,7	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2015 III TR	-2,0	1,1	2,5	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9
IV TR	-2,1	1,9	3,8	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2016 I TR	-4,8	0,7	3,7	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0
II TR	-1,0	1,9	4,7	-8,2	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
2016 Mar	-4,6	0,4	3,8	-9,6	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1
Abr	-2,8	1,6	4,2	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7
May	-0,7	2,1	6,0	-8,0	-2,3	47,7	55,6	48,8	49,5
Jun	0,6	2,0	3,8	-7,7	-1,3	49,6	54,8	49,3	49,0
Jul	0,2	0,7	4,8	-5,2	-0,5	51,0	54,7	49,9	49,8
Ago	-0,8	1,3	4,2	-7,6	-0,8	51,0	53,2	48,9	49,5

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	
2013	101,4	1,4	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,4	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	1,8	0,7	1,6	1,5	1,5
2015 III TR	101,1	1,2	1,5	0,3	1,3	1,0	1,6
IV TR	110,3	1,3	1,5	0,7	1,1	1,6	1,5
2016 I TR	99,1	1,7	1,8	1,5	1,8	1,6	1,4
II TR	.	.	.	.	.	.	1,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase <http://ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> para más información).

4 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dad inmo- biliaria	Actividades profesionales, administra- tivas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios												
2013	103,8	1,2	-2,2	2,2	0,9	0,6	-0,4	0,7	-2,8	1,4	1,7	2,8
2014	104,6	0,8	-0,8	-0,1	0,6	0,4	-0,3	1,9	1,1	1,7	1,4	0,8
2015	104,9	0,3	0,9	-1,7	0,5	0,6	0,6	0,4	3,5	1,8	0,9	1,2
2015 II TR	104,8	0,4	1,3	-1,0	1,1	0,2	0,9	0,1	3,3	1,3	0,8	1,5
III TR	105,0	0,4	1,4	-1,8	0,5	0,7	1,2	0,9	3,7	2,1	0,9	1,3
IV TR	105,4	0,6	0,9	-1,8	-0,4	1,6	1,7	0,9	4,0	1,8	1,2	1,2
2016 I TR	105,4	0,9	1,6	0,6	-0,3	1,1	0,1	1,6	2,5	1,8	1,2	1,1
Remuneración por asalariado												
2013	105,2	1,6	2,5	2,6	1,3	0,9	0,8	1,7	0,1	1,3	1,6	1,9
2014	106,5	1,3	0,1	2,1	1,6	1,0	2,0	1,6	1,1	1,4	1,1	0,6
2015	107,9	1,3	0,9	1,7	1,0	1,4	2,4	0,7	2,9	1,6	1,1	1,3
2015 II TR	107,8	1,4	0,4	2,1	0,8	1,5	2,8	0,6	2,1	1,4	1,0	1,5
III TR	108,1	1,3	0,5	1,5	1,3	1,4	2,5	0,6	2,9	1,8	1,0	1,5
IV TR	108,5	1,3	1,8	1,3	1,1	1,8	2,1	0,7	3,8	1,4	1,3	1,1
2016 I TR	108,8	1,2	1,7	1,3	1,6	1,4	-0,1	1,9	1,5	1,5	1,2	1,0
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2013	101,4	0,4	4,8	0,4	0,4	0,3	1,2	1,1	2,9	-0,1	-0,1	-0,8
2014	101,9	0,5	0,8	2,2	1,0	0,6	2,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
2015	102,9	1,0	0,1	3,5	0,5	0,8	1,8	0,2	-0,5	-0,2	0,2	0,1
2015 II TR	102,8	1,0	-0,9	3,1	-0,3	1,3	1,9	0,5	-1,1	0,1	0,2	0,0
III TR	102,9	0,9	-0,9	3,4	0,8	0,7	1,2	-0,3	-0,7	-0,3	0,1	0,2
IV TR	103,0	0,7	0,9	3,1	1,5	0,2	0,4	-0,1	-0,2	-0,4	0,0	-0,1
2016 I TR	103,2	0,3	0,1	0,7	1,9	0,4	-0,2	0,2	-0,9	-0,4	0,1	-0,1
Remuneración por hora trabajada												
2013	107,2	2,3	2,3	2,8	2,8	1,9	0,9	2,3	1,5	2,5	2,0	3,2
2014	108,5	1,2	1,3	1,6	1,4	1,1	1,8	1,6	0,8	1,2	0,8	1,3
2015	109,6	1,0	0,4	1,2	0,3	1,4	1,2	0,9	2,5	1,3	0,9	1,0
2015 II TR	109,4	1,1	0,0	1,4	0,3	1,6	1,5	0,7	1,1	1,1	0,8	1,5
III TR	109,6	1,0	0,1	0,9	0,6	1,5	1,2	1,0	2,4	1,4	0,7	1,0
IV TR	110,0	1,0	0,7	0,4	0,3	1,6	1,2	0,6	3,9	1,1	1,4	1,0
2016 I TR	110,4	1,1	0,0	1,1	1,5	1,2	-0,5	1,6	1,7	0,7	1,4	1,9
Productividad del trabajo por hora												
2013	103,5	1,2	4,5	0,6	2,0	1,1	1,6	1,6	4,3	1,1	0,5	0,5
2014	104,0	0,5	2,3	1,8	0,9	0,8	2,2	-0,2	0,4	-0,3	-0,5	0,4
2015	104,8	0,8	-0,8	3,0	-0,2	1,0	0,8	0,2	-0,9	-0,4	0,0	-0,1
2015 II TR	104,8	0,8	-1,3	2,4	-0,8	1,7	0,8	0,6	-1,6	-0,2	0,1	0,0
III TR	104,7	0,6	-1,6	2,8	0,1	1,0	-0,2	-0,1	-1,9	-0,9	-0,2	-0,1
IV TR	104,7	0,4	-0,4	2,3	0,4	0,2	-0,3	-0,6	0,2	-0,5	0,1	-0,2
2016 I TR	105,0	0,1	-1,5	0,5	1,2	0,2	-0,7	-0,1	-0,5	-1,0	0,2	0,8

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											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	8	9	10	11		
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales						Participaciones en fondos del mercado monetario		Valores representativos de deuda hasta 2 años
1	2	3	4	5	6	8	9	10	11			
Saldos vivos												
2013	909,7	4.476,3	5.386,1	1.683,3	2.142,8	3.826,1	9.212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9.838,1
2014	968,5	4.981,3	5.949,9	1.598,5	2.148,8	3.747,2	9.697,1	123,9	423,4	106,2	653,4	10.350,5
2015	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,7	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,1
2015 III TR	1.028,2	5.434,8	6.463,0	1.449,3	2.164,4	3.613,7	10.076,7	98,4	452,8	75,0	626,2	10.703,0
IV TR	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,7	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,1
2016 I TR	1.051,5	5.715,1	6.766,6	1.426,9	2.163,7	3.590,6	10.357,2	88,7	463,3	89,9	642,0	10.999,1
II TR	1.053,4	5.812,9	6.866,3	1.417,3	2.173,6	3.591,0	10.457,2	83,3	481,5	92,7	657,6	11.114,8
2016 Feb	1.046,9	5.669,4	6.716,2	1.430,2	2.165,1	3.595,2	10.311,4	92,6	468,1	88,9	649,5	10.960,9
Mar	1.051,5	5.715,1	6.766,6	1.426,9	2.163,7	3.590,6	10.357,2	88,7	463,3	89,9	642,0	10.999,1
Abr	1.047,5	5.747,8	6.795,4	1.408,6	2.162,6	3.571,2	10.366,6	88,4	470,4	98,4	657,2	11.023,7
May	1.051,2	5.789,7	6.840,9	1.407,5	2.172,2	3.579,7	10.420,6	88,3	474,7	88,6	651,5	11.072,1
Jun	1.053,4	5.812,9	6.866,3	1.417,3	2.173,6	3.591,0	10.457,2	83,3	481,5	92,7	657,6	11.114,8
Jul ^(p)	1.056,2	5.869,8	6.926,0	1.406,7	2.174,6	3.581,3	10.507,3	82,4	486,6	98,1	667,1	11.174,4
Operaciones												
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,4	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,5	24,4	374,2
2015	64,8	556,1	620,9	-143,2	12,0	-131,2	489,7	-47,8	48,9	-26,0	-24,9	464,8
2015 III TR	14,3	130,7	145,0	-35,3	3,1	-32,3	112,7	10,2	18,3	-18,5	10,0	122,7
IV TR	6,3	128,1	134,4	-3,4	-4,0	-7,4	127,0	-21,5	21,4	-2,5	-2,6	124,4
2016 I TR	17,2	155,9	173,1	-17,0	3,3	-13,7	159,4	12,1	-10,9	14,9	16,1	175,4
II TR	1,8	92,9	94,7	-12,2	10,1	-2,1	92,6	-2,5	17,7	1,6	16,8	109,3
2016 Feb	2,4	43,1	45,5	-18,2	8,3	-10,0	35,5	6,4	-6,1	9,1	9,5	45,0
Mar	4,7	55,2	59,9	-1,2	-1,3	-2,5	57,4	-3,4	-5,4	1,3	-7,5	49,9
Abr	-4,0	31,7	27,7	-18,5	-1,0	-19,5	8,2	2,8	6,8	8,7	18,4	26,6
May	3,7	37,3	40,9	-2,9	9,5	6,6	47,6	-0,3	4,3	-9,4	-5,3	42,2
Jun	2,2	23,9	26,1	9,1	1,6	10,8	36,8	-5,0	6,5	2,2	3,7	40,6
Jul ^(p)	2,9	56,3	59,2	-9,9	1,0	-9,0	50,2	-0,9	5,1	4,9	9,1	59,3
Tasas de crecimiento												
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,4	3,9	3,8
2015	6,7	11,1	10,4	-9,0	0,6	-3,5	5,0	-38,3	11,5	-25,4	-3,8	4,5
2015 III TR	8,3	11,9	11,3	-11,4	0,5	-4,7	5,0	-23,0	9,0	-1,0	0,6	4,7
IV TR	6,7	11,1	10,4	-9,0	0,6	-3,5	5,0	-38,3	11,5	-25,4	-3,8	4,5
2016 I TR	5,9	11,0	10,2	-6,8	0,6	-2,4	5,5	-27,8	7,6	-1,9	-0,6	5,1
II TR	3,9	9,6	8,7	-4,6	0,6	-1,5	4,9	-2,1	10,7	-4,0	6,5	5,0
2016 Feb	5,7	11,1	10,2	-7,4	0,9	-2,6	5,4	-27,1	7,6	-10,2	-1,8	5,0
Mar	5,9	11,0	10,2	-6,8	0,6	-2,4	5,5	-27,8	7,6	-1,9	-0,6	5,1
Abr	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,1	-27,3	6,1	-4,0	-1,8	4,6
May	4,5	10,0	9,1	-5,8	0,7	-2,0	5,1	-15,1	8,5	-1,8	3,0	4,9
Jun	3,9	9,6	8,7	-4,6	0,6	-1,5	4,9	-2,1	10,7	-4,0	6,5	5,0
Jul ^(p)	3,5	9,3	8,4	-4,4	0,6	-1,4	4,8	-16,9	8,1	14,8	4,9	4,8

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													
2013	1.710,5	1.186,7	397,8	109,8	16,2	5.413,6	2.539,7	874,7	1.994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1.842,1	1.346,8	365,3	111,6	18,4	5.556,8	2.751,5	809,6	1.992,7	3,0	897,6	222,8	333,1
2015	1.927,1	1.480,8	321,8	116,5	8,0	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,4	224,5	362,5
2015 III TR	1.910,3	1.460,7	324,0	115,8	9,9	5.695,3	2.987,9	707,4	1.997,0	3,0	966,9	218,1	356,2
IV TR	1.927,1	1.480,8	321,8	116,5	8,0	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,4	224,5	362,5
2016 I TR	1.986,2	1.534,8	325,6	115,9	9,9	5.832,8	3.140,3	694,3	1.995,5	2,6	980,4	220,2	374,8
II TR	2.011,3	1.572,0	313,8	117,1	8,4	5.909,0	3.213,9	690,7	2.001,6	2,8	980,6	210,3	375,9
2016 Feb	1.976,7	1.530,6	320,7	116,0	9,4	5.795,2	3.102,9	693,4	1.996,0	2,9	979,7	232,1	373,5
Mar	1.986,2	1.534,8	325,6	115,9	9,9	5.832,8	3.140,3	694,3	1.995,5	2,6	980,4	220,2	374,8
Abr	2.009,0	1.561,8	322,9	115,7	8,6	5.849,1	3.158,9	692,9	1.994,0	3,3	958,0	213,8	377,5
May	2.010,9	1.567,7	318,9	116,4	7,9	5.878,4	3.184,6	691,1	1.999,0	3,7	975,7	214,7	378,0
Jun	2.011,3	1.572,0	313,8	117,1	8,4	5.909,0	3.213,9	690,7	2.001,6	2,8	980,6	210,3	375,9
Jul ⁽⁶⁾	2.032,6	1.593,6	312,5	118,0	8,5	5.931,0	3.240,8	685,5	2.001,8	2,8	969,3	215,5	385,1
Operaciones													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,2	91,2	-25,9	1,5	2,4	140,7	210,0	-65,7	-1,8	-1,7	53,6	7,5	21,7
2015	81,4	120,8	-33,6	4,9	-10,7	194,5	302,4	-108,2	0,7	-0,4	75,2	-1,9	27,9
2015 III TR	44,4	42,7	0,4	3,1	-1,8	48,3	77,7	-27,7	-1,9	0,2	12,7	-10,1	13,4
IV TR	13,9	17,9	-2,7	0,7	-2,0	56,1	71,9	-11,4	-3,9	-0,5	19,1	4,0	6,1
2016 I TR	64,6	58,2	4,9	-0,5	2,0	84,2	80,7	1,0	2,5	0,1	-3,8	-4,1	13,3
II TR	23,4	35,9	-12,1	1,1	-1,5	75,3	72,6	-3,9	6,4	0,2	-1,2	-10,1	0,9
2016 Feb	10,6	9,4	1,0	0,4	-0,2	30,6	25,4	-1,0	6,8	-0,6	-6,8	7,8	-2,7
Mar	13,7	7,6	5,6	0,0	0,5	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	6,9	-11,4	0,9
Abr	22,5	26,8	-2,7	-0,2	-1,4	16,0	18,3	-1,4	-1,5	0,7	-19,7	-6,4	2,6
May	-0,3	4,4	-4,6	0,6	-0,7	28,7	25,2	-2,0	5,1	0,4	14,1	0,7	0,4
Jun	1,2	4,7	-4,8	0,8	0,5	30,6	29,2	-0,5	2,7	-0,9	4,3	-4,3	-2,1
Jul ⁽⁶⁾	21,8	22,0	-1,2	1,0	0,1	22,0	26,9	-5,2	0,2	0,0	-11,7	5,2	9,2
Tasas de crecimiento													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,5	1,4	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,4	4,0	7,3
2015	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,5	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,2	-0,8	8,3
2015 III TR	4,0	9,2	-12,3	2,4	-31,4	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,1	-4,9	5,8
IV TR	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,5	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,2	-0,8	8,3
2016 I TR	7,4	11,0	-4,2	3,8	-30,3	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,2	-3,2	9,8
II TR	7,8	10,9	-2,9	3,8	-27,8	4,7	10,4	-5,7	0,2	-0,8	2,8	-8,8	9,8
2016 Feb	6,4	10,3	-7,4	4,6	-28,2	4,0	10,5	-10,0	0,4	-26,4	7,0	1,8	7,8
Mar	7,4	11,0	-4,2	3,8	-30,3	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,2	-3,2	9,8
Abr	8,5	12,1	-3,3	2,4	-20,8	4,3	10,5	-8,1	0,0	-6,6	0,7	-7,3	9,3
May	7,9	11,0	-2,5	3,4	-32,8	4,6	10,7	-7,0	0,1	-5,6	2,2	-7,2	8,9
Jun	7,8	10,9	-2,9	3,8	-27,8	4,7	10,4	-5,7	0,2	-0,8	2,8	-8,8	9,8
Jul ⁽⁶⁾	7,3	10,3	-3,3	3,7	-29,7	4,8	10,1	-4,7	0,3	-10,9	0,4	-8,0	10,8

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	Préstamos ajustados ²⁾	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾			A empresas de seguros y fondos de pensiones
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2013	3.404,9	1.096,7	2.308,2	12.709,1	10.544,4	10.973,3	4.353,6	5.222,8	869,2	98,7	1.364,7	800,0
2014	3.608,3	1.132,4	2.473,8	12.590,7	10.538,6	10.817,3	4.300,6	5.200,4	908,6	129,0	1.277,4	774,8
2015	3.896,5	1.110,1	2.784,1	12.678,6	10.589,3	10.890,0	4.272,8	5.307,3	885,7	123,6	1.301,7	787,6
2015 III TR	3.819,0	1.127,6	2.689,0	12.661,3	10.573,0	10.860,7	4.284,4	5.277,6	889,7	121,3	1.310,9	777,4
IV TR	3.896,5	1.110,1	2.784,1	12.678,6	10.589,3	10.890,0	4.272,8	5.307,3	885,7	123,6	1.301,7	787,6
2016 I TR	4.051,5	1.117,6	2.920,9	12.704,5	10.640,8	10.907,4	4.287,3	5.338,5	906,5	108,6	1.312,3	751,4
II TR	4.194,6	1.112,4	3.069,0	12.739,4	10.640,9	10.944,8	4.300,5	5.349,8	887,2	103,4	1.347,3	751,2
2016 Feb	4.007,1	1.117,3	2.887,4	12.726,8	10.657,0	10.921,4	4.301,9	5.330,2	898,6	126,4	1.308,9	760,9
Mar	4.051,5	1.117,6	2.920,9	12.704,5	10.640,8	10.907,4	4.287,3	5.338,5	906,5	108,6	1.312,3	751,4
Abr	4.096,3	1.125,7	2.957,4	12.704,2	10.638,3	10.905,7	4.290,1	5.343,7	890,9	113,6	1.317,9	747,9
May	4.146,7	1.127,2	3.006,5	12.742,1	10.655,6	10.930,4	4.307,7	5.346,8	889,8	111,2	1.330,5	756,1
Jun	4.194,6	1.112,4	3.069,0	12.739,4	10.640,9	10.944,8	4.300,5	5.349,8	887,2	103,4	1.347,3	751,2
Jul ^(a)	4.257,6	1.109,1	3.135,4	12.797,5	10.668,7	10.975,1	4.304,9	5.356,1	897,3	110,3	1.365,5	763,3
Operaciones												
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-271,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1
2014	72,0	15,9	56,1	-103,8	-50,1	-36,1	-60,9	-15,2	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015	284,5	-20,7	305,0	78,9	50,2	64,7	-17,3	98,1	-25,0	-5,6	24,5	4,3
2015 III TR	112,6	-10,2	122,7	58,7	-4,1	21,2	-4,3	24,7	-10,0	-14,4	64,4	-1,6
IV TR	73,5	-16,3	89,8	6,7	22,3	30,6	-1,6	22,7	-1,2	2,4	-22,4	6,8
2016 I TR	125,8	5,4	120,4	64,7	81,4	50,9	35,8	36,1	24,4	-14,9	14,2	-30,9
II TR	123,8	-10,6	134,4	59,7	21,9	57,6	23,6	16,7	-13,2	-5,2	35,8	2,0
2016 Feb	36,2	0,0	36,1	45,0	44,7	31,0	15,6	18,4	9,9	0,8	3,9	-3,6
Mar	28,5	0,3	28,3	-5,1	2,3	0,9	-2,0	11,2	10,8	-17,7	3,3	-10,7
Abr	46,8	3,3	43,5	12,6	10,7	10,5	9,0	6,0	-9,4	5,0	5,2	-3,3
May	39,8	1,3	38,5	32,1	13,0	18,2	13,7	3,4	-1,7	-2,4	11,1	8,0
Jun	37,2	-15,2	52,4	15,1	-1,7	28,9	0,9	7,2	-2,1	-7,8	19,6	-2,7
Jul ^(a)	54,4	-3,3	57,7	61,8	35,1	37,4	10,5	7,0	10,9	6,8	16,2	10,6
Tasas de crecimiento												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,4	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5
2015	7,9	-1,8	12,3	0,6	0,5	0,6	-0,4	1,9	-2,7	-4,3	1,9	0,5
2015 III TR	7,2	0,5	10,2	0,6	0,5	0,4	-0,3	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
IV TR	7,9	-1,8	12,3	0,6	0,5	0,6	-0,4	1,9	-2,7	-4,3	1,9	0,5
2016 I TR	10,1	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-1,1	-19,2	3,3	-2,5
II TR	11,7	-2,8	18,2	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0
2016 Feb	10,1	-2,4	15,8	1,2	1,2	1,1	0,7	2,2	-1,3	-7,0	3,1	-1,6
Mar	10,1	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-1,1	-19,2	3,3	-2,5
Abr	10,3	-2,6	16,2	1,2	1,1	1,0	0,9	2,2	-2,0	-16,5	4,1	-2,5
May	11,1	-1,9	16,9	1,3	1,1	1,2	1,2	2,1	-1,1	-21,1	5,1	-2,4
Jun	11,7	-2,8	18,2	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0
Jul ^(a)	12,3	-2,7	18,8	1,4	1,3	1,7	1,3	2,0	0,2	-16,1	4,7	-2,7

Fuente: BCE.

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

2) Ajustados de titulizaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM) así como de posiciones resultantes de los servicios de *cash pooling* notacional 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										
2013	4.353,6	4.450,2	1.065,7	740,9	2.547,0	5.222,8	5.547,8	573,6	3.853,7	795,5
2014	4.300,6	4.255,9	1.109,9	720,6	2.470,2	5.200,4	5.546,2	563,3	3.861,1	776,0
2015	4.272,8	4.256,8	1.038,1	758,3	2.476,4	5.307,3	5.640,8	595,6	3.948,0	763,6
2015 III TR	4.284,4	4.251,9	1.067,7	745,9	2.470,7	5.277,6	5.611,7	582,4	3.926,5	768,7
IV TR	4.272,8	4.256,8	1.038,1	758,3	2.476,4	5.307,3	5.640,8	595,6	3.948,0	763,6
2016 I TR	4.287,3	4.262,0	1.044,6	768,2	2.474,5	5.338,5	5.658,6	603,4	3.972,9	762,2
II TR	4.300,5	4.279,9	1.041,8	774,4	2.484,3	5.349,8	5.684,2	604,2	3.987,0	758,6
2016 Feb	4.301,9	4.272,8	1.049,5	774,5	2.477,9	5.330,2	5.652,5	601,4	3.966,8	761,9
Mar	4.287,3	4.262,0	1.044,6	768,2	2.474,5	5.338,5	5.658,6	603,4	3.972,9	762,2
Abr	4.290,1	4.264,4	1.043,5	772,7	2.473,9	5.343,7	5.665,2	604,6	3.979,9	759,2
May	4.307,7	4.279,9	1.051,4	771,7	2.484,7	5.346,8	5.673,0	601,8	3.986,1	758,9
Jun	4.300,5	4.279,9	1.041,8	774,4	2.484,3	5.349,8	5.684,2	604,2	3.987,0	758,6
Jul ^(p)	4.304,9	4.286,6	1.034,4	780,7	2.489,8	5.356,1	5.691,9	604,4	3.995,2	756,5
Operaciones										
2013	-132,9	-145,5	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,0	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,9	-68,3	-14,2	2,3	-49,0	-15,2	5,5	-3,0	-3,4	-8,8
2015	-17,3	16,7	-65,6	32,7	15,6	98,1	76,3	21,7	80,0	-3,6
2015 III TR	-4,3	3,2	-17,5	4,0	9,2	24,7	24,8	5,2	19,8	-0,3
IV TR	-1,6	15,9	-22,8	13,5	7,7	22,7	19,2	5,1	20,0	-2,4
2016 I TR	35,8	28,7	15,3	13,0	7,4	36,1	22,8	9,1	27,0	0,1
II TR	23,6	25,2	1,3	8,4	13,9	16,7	31,2	1,0	16,1	-0,4
2016 Feb	15,6	16,7	1,7	10,5	3,5	18,4	8,3	5,1	13,3	0,0
Mar	-2,0	-1,7	0,2	-3,8	1,5	11,2	8,1	2,7	7,4	1,0
Abr	9,0	7,9	1,0	5,0	3,0	6,0	7,0	1,1	7,1	-2,1
May	13,7	9,8	5,9	-0,8	8,6	3,4	7,8	-3,1	6,4	0,1
Jun	0,9	7,6	-5,6	4,3	2,3	7,2	16,4	3,0	2,6	1,6
Jul ^(p)	10,5	11,8	-4,4	7,8	7,0	7,0	9,0	0,2	8,4	-1,6
Tasas de crecimiento										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,4	0,4	-5,9	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 III TR	-0,3	0,0	-4,4	3,6	0,3	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,4
IV TR	-0,4	0,4	-5,9	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 I TR	0,8	1,1	-2,4	5,2	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
II TR	1,3	1,7	-2,2	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
2016 Feb	0,7	1,3	-3,0	6,2	0,7	2,2	1,5	5,0	2,3	-0,3
Mar	0,8	1,1	-2,4	5,2	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
Abr	0,9	1,3	-2,6	5,7	1,1	2,2	1,5	5,3	2,3	-0,7
May	1,2	1,6	-2,0	4,9	1,4	2,1	1,6	4,5	2,3	-0,7
Jun	1,3	1,7	-2,2	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
Jul ^(p)	1,3	1,9	-2,8	6,3	1,7	2,0	1,8	3,3	2,3	-0,5

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) Ajustados de titulizaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM) así como de posiciones resultantes de los servicios de *cash pooling* nacional 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 a través de entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central ³⁾
Saldos vivos										
2013	261,7	7.311,0	2.371,2	91,5	2.507,2	2.341,1	1.146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7.188,1	2.248,9	92,2	2.381,1	2.465,9	1.379,3	225,0	184,5	139,7
2015	278,6	7.066,2	2.184,2	79,8	2.253,1	2.549,1	1.326,6	280,1	205,9	135,6
2015 III TR	287,6	7.100,9	2.223,8	83,7	2.263,6	2.529,9	1.357,4	253,8	213,6	140,8
IV TR	278,6	7.066,2	2.184,2	79,8	2.253,1	2.549,1	1.326,6	280,1	205,9	135,6
2016 I TR	318,8	7.027,2	2.182,9	76,8	2.174,7	2.592,7	1.281,5	307,7	247,1	152,1
II TR	323,5	7.075,8	2.162,4	74,6	2.176,2	2.662,5	1.285,8	294,4	238,0	144,0
2016 Feb	294,6	7.073,7	2.185,8	77,6	2.193,4	2.616,9	1.290,0	305,4	246,6	142,5
Mar	318,8	7.027,2	2.182,9	76,8	2.174,7	2.592,7	1.281,5	307,7	247,1	152,1
Abr	316,8	7.049,7	2.184,2	75,4	2.173,2	2.616,9	1.275,6	314,3	237,0	140,0
May	292,1	7.057,4	2.182,6	75,3	2.186,0	2.613,5	1.239,4	293,4	226,9	138,6
Jun	323,5	7.075,8	2.162,4	74,6	2.176,2	2.662,5	1.285,8	294,4	238,0	144,0
Jul ⁽⁶⁾	331,2	7.053,8	2.154,4	73,9	2.148,7	2.676,8	1.216,4	288,0	212,9	128,2
Operaciones										
2013	-44,9	-80,8	-19,0	-14,3	-137,3	89,8	362,0	-53,6	32,2	43,7
2014	-5,7	-161,1	-122,3	2,0	-151,2	110,3	238,5	0,8	0,7	17,8
2015	7,8	-218,1	-104,0	-13,5	-202,9	102,2	-97,6	-11,5	21,4	-4,0
2015 III TR	22,0	-37,5	6,1	-3,1	-57,8	17,3	-65,2	1,0	-16,3	-8,3
IV TR	-11,7	-58,1	-47,5	-3,9	-42,5	35,7	-36,7	11,1	-7,7	-5,2
2016 I TR	40,1	-62,4	1,4	-2,9	-49,9	-10,9	-70,4	33,0	41,3	17,3
II TR	4,3	-6,4	-23,3	-1,6	-11,1	29,7	-60,6	-15,7	-9,2	-8,1
2016 Feb	-11,4	-13,6	11,9	-1,0	-30,8	6,4	-73,6	12,4	31,6	0,9
Mar	23,9	-14,7	-1,2	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,3	0,7	9,5
Abr	-2,2	11,4	1,3	-0,9	-3,8	14,7	-23,0	-0,6	-10,1	-12,0
May	-24,9	5,9	-2,7	-0,1	2,3	6,4	-26,4	-22,2	-10,2	-1,5
Jun	31,4	-23,7	-21,9	-0,6	-9,7	8,5	-11,2	7,1	11,1	5,4
Jul ⁽⁶⁾	7,7	-27,3	-8,0	-0,7	-21,9	3,2	-73,5	-3,0	-25,1	-15,8
Tasas de crecimiento										
2013	-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-2,3	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6
2015	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,3	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 III TR	11,8	-3,3	-3,7	-9,1	-9,3	3,1	-	-	30,5	15,7
IV TR	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,3	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 I TR	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	-	-	3,7	-5,9
II TR	20,6	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
2016 Feb	10,0	-3,4	-3,5	-15,4	-9,4	3,0	-	-	7,3	-3,2
Mar	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	-	-	3,7	-5,9
Abr	17,4	-2,7	-2,6	-14,6	-7,8	2,4	-	-	11,0	3,2
May	6,1	-2,5	-2,5	-13,6	-6,9	2,1	-	-	0,5	-2,9
Jun	20,6	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
Jul ⁽⁶⁾	29,2	-2,6	-3,6	-13,1	-7,0	2,6	-	-	1,8	-10,6

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

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

	Déficit (-)/Superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/Superávit (+) primario
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 II TR	-2,4	.	.	.	.	0,1
III TR	-2,2	.	.	.	.	0,3
IV TR	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 I TR	-1,9	.	.	.	.	0,4

Fuentes: BCE para los datos anuales; 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	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	4,0
2015	46,6	46,1	12,6	13,1	15,4	0,5	48,6	44,7	10,2	5,2	2,4	23,0	3,9
2015 II TR	46,6	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
III TR	46,6	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,7	45,0	10,2	5,3	2,5	23,1	3,8
IV TR	46,6	46,1	12,6	13,2	15,4	0,5	48,7	44,8	10,1	5,3	2,4	23,0	3,9
2016 I TR	46,5	46,0	12,6	13,2	15,4	0,5	48,5	44,6	10,1	5,3	2,4	23,0	3,9

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor		Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda		
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,9	11,3	78,0	19,7	31,6	38,0	87,2	2,2
2013	91,1	2,6	17,2	71,3	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,5	89,0	2,1
2014	92,0	2,8	16,9	72,4	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	19,0	32,0	41,0	89,9	2,1
2015	90,7	2,8	16,1	71,7	45,7	27,5	45,0	9,4	81,3	17,8	31,8	41,1	88,6	2,1
2015 II TR	92,4	2,8	16,3	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	91,7	2,8	16,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	90,7	2,8	16,1	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 I TR	91,7	2,7	16,2	72,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: BCE para los datos anuales; 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 interanual 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
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,8	0,2	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	0,9	-0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	1,0	2,6
2015	-1,4	-0,3	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	1,4
2015 II TR	-0,6	-0,1	-1,0	-1,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,5	1,4
III TR	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,6
IV TR	-1,4	-0,3	-0,8	-0,5	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	1,3
2016 I TR	-1,4	-0,4	-0,5	-0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	1,5

Fuentes: BCE para los datos anuales; 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	Hasta 1 año	Emisión	Amortización			
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8	
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6	
2015	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2	
2015 II TR	15,0	13,0	4,8	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5	
III TR	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4	
IV TR	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2	
2016 I TR	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1	
2016 Feb	15,4	13,5	4,9	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	3,0	0,3	1,2	
Mar	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1	
Abr	15,1	13,2	4,3	1,9	0,5	6,7	2,7	1,2	0,0	3,2	2,9	0,3	1,3	
May	15,2	13,3	4,5	1,9	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,2	2,9	0,4	1,2	
Jun	15,4	13,6	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1	
Jul	15,1	13,3	4,6	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,2	

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

4) Saldo 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										
2012	-4,2	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-2,9	-5,8	
2013	-3,0	-0,1	-0,2	-5,7	-13,0	-6,9	-4,0	-2,9	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,8	-3,8	-3,6	-5,9	-4,0	-3,0	-8,9	
2015	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0	
2015 II TR	-3,1	0,4	0,6	-2,3	-4,7	-5,4	-4,1	-2,9	-0,4	
III TR	-2,9	0,8	0,7	-1,6	-4,4	-5,3	-3,9	-2,7	-0,9	
IV TR	-2,6	0,6	0,4	-1,8	-7,2	-5,1	-3,6	-2,6	-1,0	
2016 I TR	-2,7	0,7	1,0	-1,5	-5,7	-5,1	-3,3	-2,5	-0,1	
Deuda pública										
2012	104,1	79,6	9,5	120,1	159,6	85,4	89,6	123,3	79,3	
2013	105,2	77,2	9,9	120,0	177,7	93,7	92,4	129,0	102,5	
2014	106,5	74,7	10,4	107,5	180,1	99,3	95,4	132,5	108,2	
2015	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	95,8	132,7	108,9	
2015 II TR	109,5	72,6	9,9	91,1	169,4	99,8	97,7	136,0	110,7	
III TR	109,1	72,0	9,8	85,9	171,8	99,7	97,1	134,6	110,2	
IV TR	106,1	71,2	9,7	78,7	176,9	99,2	96,2	132,7	108,9	
2016 I TR	109,2	71,1	9,6	80,4	176,3	100,5	97,5	135,4	109,3	
	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										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,5	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	0,8	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,7	-2,0	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2015 II TR	-2,1	0,4	1,3	-2,0	-2,1	-2,2	-6,4	-4,5	-2,9	-3,1
III TR	-2,1	0,1	1,2	-1,7	-2,1	-2,5	-3,1	-4,1	-2,6	-2,9
IV TR	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2016 I TR	-0,8	-0,1	1,0	-0,1	-1,6	-1,2	-3,8	-2,8	-2,8	-2,3
Deuda pública										
2012	41,4	39,8	22,0	67,5	66,4	81,6	126,2	53,9	52,4	52,9
2013	39,1	38,8	23,3	68,6	67,9	80,8	129,0	71,0	55,0	55,5
2014	40,8	40,7	22,9	67,1	68,2	84,3	130,2	81,0	53,9	59,3
2015	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1
2015 II TR	35,3	37,6	21,8	67,2	67,0	86,3	128,4	81,0	54,7	62,0
III TR	36,4	38,2	21,5	66,0	66,2	86,3	130,2	84,4	53,9	60,6
IV TR	36,4	42,8	21,5	63,8	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	62,6
2016 I TR	38,5	40,1	21,8	65,3	64,8	86,9	128,9	83,6	52,2	63,6

Fuente: Eurostat.

© **Banco Central Europeo, 2016**

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Sitio web: www.ecb.europa.eu

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

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

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 7 de septiembre de 2016.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)

Número de catálogo UE QB-BP-15-005-ES-N (edición electrónica)