

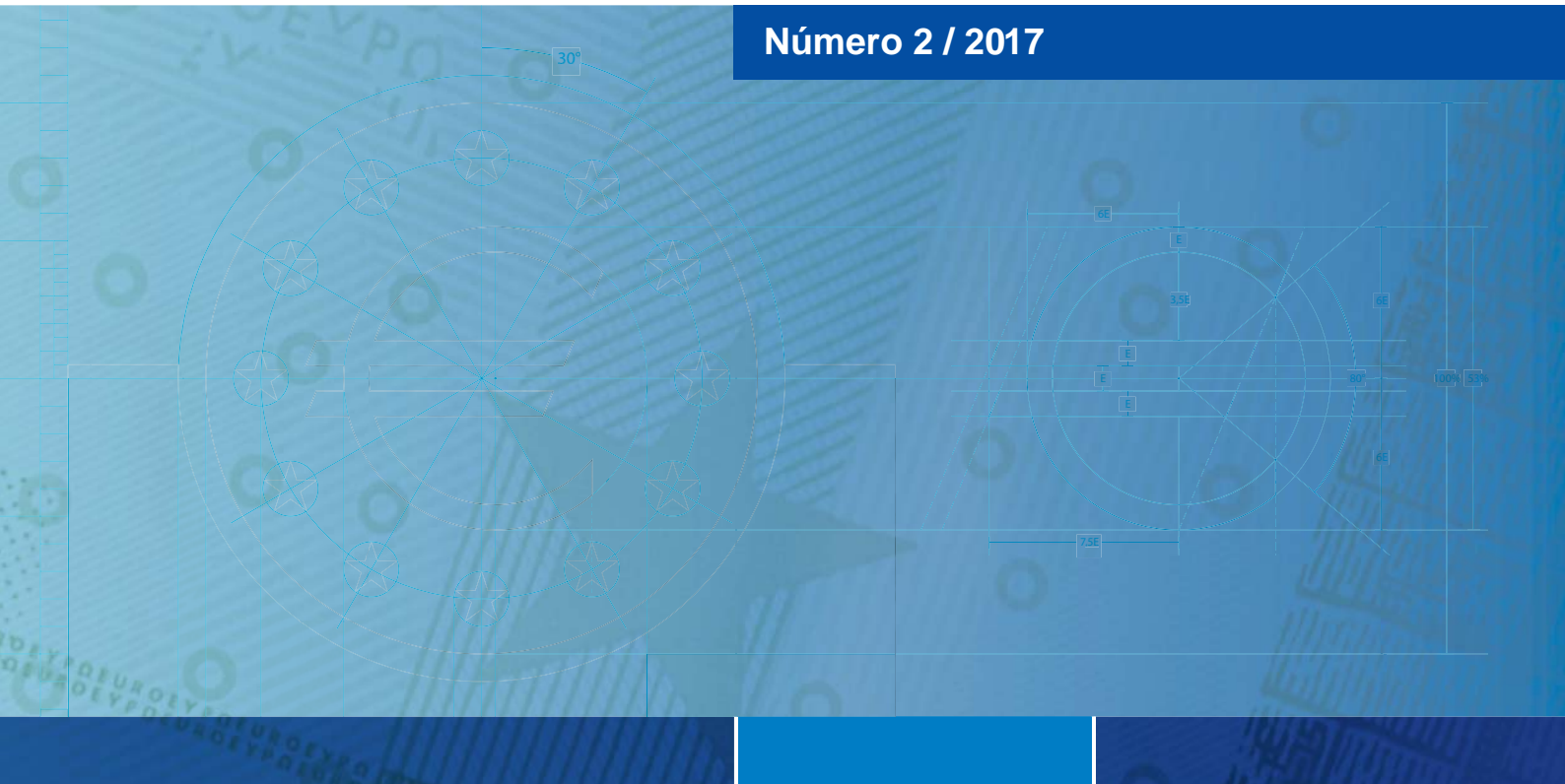


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 2 / 2017



Índice

Evolución económica y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	12
3 Actividad económica	18
4 Precios y costes	24
5 Dinero y crédito	29
6 Evolución de las finanzas públicas	37
Recuadros	42
1 Evolución de los mercados financieros de las economías emergentes tras las elecciones presidenciales de Estados Unidos de 2016 comparada con la evolución observada durante el período de <i>tapering talk</i> de 2013	42
2 Análisis de los flujos netos de inversiones de cartera de la zona del euro	47
3 Impacto de las medidas no convencionales del BCE en las condiciones de financiación: evidencia reciente	53
4 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 26 de octubre de 2016 y el 24 de enero de 2017	60
5 Nuevas estadísticas sobre empresas de seguros de la zona del euro	65
6 Aspectos conceptuales sobre la medición del margen de maniobra fiscal	67
7 El Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de 2017 y las recomendaciones específicas por país de 2016	71
Artículos	76
1 El impacto de la participación en cadenas globales de valor sobre los desequilibrios por cuenta corriente	76
2 Heterogeneidad empresarial y competitividad en la Unión Europea	80
Estadísticas	S 1

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria del 9 de marzo de 2017, el Consejo de Gobierno concluyó que continúa siendo necesario un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten y respalden la inflación general a medio plazo. Las medidas de política monetaria del BCE han seguido manteniendo las condiciones de financiación muy favorables que son necesarias para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. La transmisión continuada de estas medidas a las condiciones de financiación de las empresas y los hogares estimula la creación de crédito y respalda la recuperación cada vez más firme de la economía de la zona del euro. La inflación general ha aumentado de nuevo, debido en gran medida a la subida de la inflación de los precios de la energía y de los alimentos. Sin embargo, las presiones inflacionistas subyacentes se mantienen contenidas. El Consejo de Gobierno seguirá haciendo abstracción de las variaciones de la inflación medida por el IAPC si considera que son transitorias y que no tienen implicaciones para las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 9 de marzo de 2017

La actividad mundial ha continuado recuperándose. El crecimiento mundial mejoró en el segundo semestre del año pasado y se espera que haya mantenido un ritmo sostenido a principios de 2017, aunque moderado desde una perspectiva histórica. La inflación mundial ha aumentado en los últimos meses, tras el repunte observado en los precios del petróleo, al tiempo que se prevé que el lento descenso de la capacidad productiva sin utilizar favorezca, en cierta medida, la inflación subyacente en el medio plazo.

Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de diciembre de 2016, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se han incrementado ligeramente y han mostrado cierta volatilidad. Los diferenciales de los valores de renta fija privada han caído y se mantienen por debajo de los niveles registrados a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el programa de compras de bonos corporativos. Las cotizaciones han subido en la zona del euro y se han observado avances similares en Estados Unidos. El euro se ha depreciado levemente en cifras ponderadas por el comercio.

La recuperación económica de la zona del euro se va afianzando de forma sostenida. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2016, tras haber registrado un ritmo de crecimiento similar en el tercer trimestre. Los datos más recientes (sobre todo, los

resultados de las encuestas) han acrecentado la confianza del Consejo de Gobierno en que la expansión económica en curso continuará afianzándose y generalizándose.

De cara al futuro, la transmisión de las medidas de política monetaria del BCE está sustentando la demanda interna y facilitando el proceso actual de

desapalancamiento. Las condiciones de financiación muy favorables y la mejora de la rentabilidad empresarial continúan impulsando la recuperación de la inversión. Además, el aumento del empleo, favorecido también por las reformas estructurales acometidas en el pasado, está teniendo un impacto positivo sobre la renta real disponible de los hogares y, por tanto, está sosteniendo el consumo privado. Por otro lado, se observan señales de una recuperación mundial algo más intensa y de un aumento del comercio internacional. No obstante, se prevé que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,8 % en 2017, del 1,7 % en 2018 y del 1,6 % en 2019.

Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente al alza para 2017 y 2018. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, aunque menos pronunciados, siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con factores de carácter global.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro registró una nueva subida, situándose en el 2 % en

febrero, frente al 1,8 % de enero de 2017 y al 1,1 % de diciembre de 2016. Este aumento obedeció principalmente a un fuerte incremento de la tasa de variación interanual de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, si bien aún no se observan señales de una clara tendencia al alza de la inflación subyacente. En los próximos meses, es probable que la inflación general se mantenga en niveles próximos al 2 %, principalmente como consecuencia de las fluctuaciones registradas en la tasa de variación interanual de los precios de la energía.

Sin embargo, los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en niveles bajos.

Se espera que estos indicadores aumenten solo de forma gradual a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, de la esperada continuación de la recuperación económica y de la correspondiente absorción gradual de la capacidad productiva sin utilizar.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,7 % en 2017, el 1,6 % en 2018 y el 1,7 % en 2019.

Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC general se han revisado considerablemente al alza para 2017 y ligeramente al alza para 2018, mientras que se mantienen inalteradas para 2019. Las proyecciones elaboradas por los

expertos dependen de la aplicación plena de todas las medidas de política monetaria del BCE.

Las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE desde junio de 2014 están prestando un apoyo significativo a las condiciones de financiación de las empresas y los hogares y, por tanto, a los flujos de crédito en el conjunto la zona del euro.

El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo generalmente estable en enero de 2017. Al mismo tiempo, el crédito al sector privado continuó su recuperación gradual en el cuarto trimestre de 2016 y en enero. Los bajos tipos de interés y los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE siguen apoyando las condiciones de financiación de la economía real. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras aumentó nuevamente en el cuarto trimestre de 2016.

En los próximos años, se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas y las ratios de deuda de la zona del euro se mantengan en una senda descendente.

Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona, que fue ligeramente expansiva en 2016, sea prácticamente neutral en 2017-2019. No obstante, el seguimiento por parte de los países de la zona del euro de las recomendaciones de la evaluación de la Comisión Europea de sus proyectos de planes presupuestarios para 2017 ha sido insatisfactorio, dado que ninguno de los países que se consideró que corrían el riesgo de incumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento ha aplicado medidas significativas.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno confirmó la necesidad de mantener un grado muy considerable de acomodación monetaria con el fin de asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %, sin retrasos indebidos.

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 en niveles inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que seguirá realizando compras en el marco del programa de compra de activos (APP) al ritmo actual de 80 mm de euros mensuales hasta el final de marzo de 2017, y que, a partir de abril, está previsto que las compras netas continúen a un ritmo de 60 mm de euros mensuales hasta el final de diciembre 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. Las compras netas se llevarán a cabo paralelamente a la reinversión de los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del APP a medida que vayan venciendo. Además, el Consejo de Gobierno confirmó que, si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, está preparado para ampliar el volumen y la duración del programa de compra de activos.

Entorno exterior

La actividad mundial mejoró en el segundo semestre del año pasado y se espera que el crecimiento mantenga un ritmo sostenido en el primer trimestre de 2017, aunque moderado si se considera desde una perspectiva histórica. La inflación mundial ha aumentado en los últimos meses, tras el repunte observado en los precios del petróleo, al tiempo que se prevé que la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar favorezca, en cierta medida, la inflación subyacente en el medio plazo.

Actividad económica y comercio mundiales

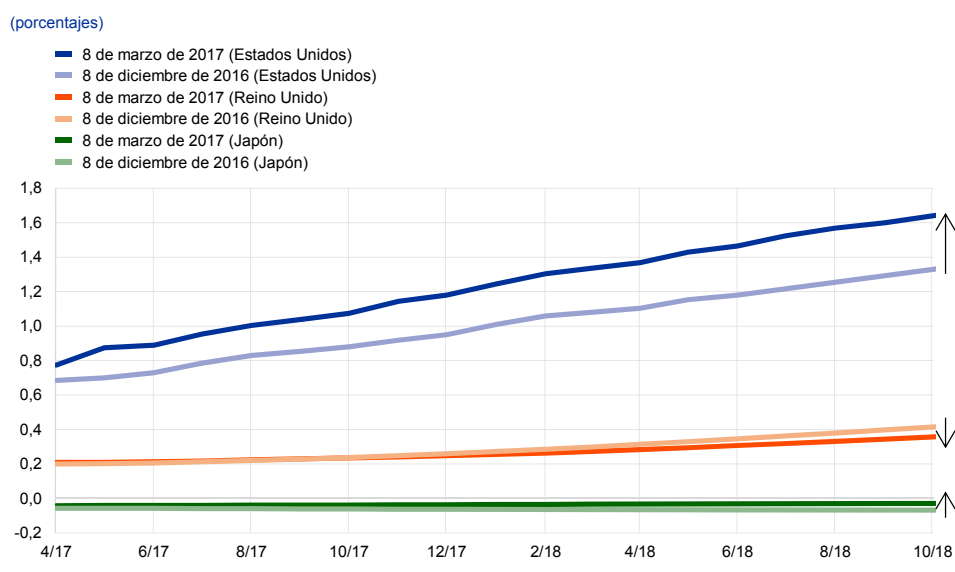
Se espera que el crecimiento mundial se mantenga sostenido, aunque moderado en comparación histórica. Los datos publicados recientemente confirman que la actividad económica mundial mejoró en el segundo semestre de 2016 y apuntan a un crecimiento sostenido a principios de 2017. De cara al futuro, se prevé que tanto las economías avanzadas como las emergentes contribuyan al crecimiento. En particular, se espera que el estímulo proporcionado por la política fiscal fortalezca la actividad en Estados Unidos, mientras que la moderación gradual de las profundas recesiones que están atravesando algunos de los principales exportadores de materias primas apoyará el crecimiento en las economías emergentes. No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada debido a diversos factores, entre ellos el diseño de las políticas de la nueva Administración estadounidense y sus efectos en la economía de este país, así como los efectos de contagio sobre la actividad mundial, la fortaleza de la recuperación en los países exportadores de materias primas, el reajuste gradual de la economía china y las relaciones futuras entre el Reino Unido y la Unión Europea.

Aunque, en general, las condiciones financieras han seguido siendo favorables, se han endurecido en algunas economías emergentes. La volatilidad de los mercados financieros se ha mantenido reducida en las últimas semanas, y los mercados bursátiles de las economías avanzadas han registrado nuevas ganancias. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos aumentaron ligeramente, mientras que en otras economías avanzadas permanecieron en niveles bajos. En cambio, las condiciones financieras se endurecieron en algunas economías emergentes, ya que los diferenciales de la deuda soberana se incrementaron y sus monedas se depreciaron, en particular la lira turca y el peso mexicano. En conjunto se observó cierta disminución de las salidas de capital de las economías emergentes, siendo menos persistentes que en anteriores episodios de incertidumbre. Con todo, los flujos de salida de China fueron significativos en diciembre, y solo se vieron interrumpidos por las estrictas medidas de control impuestas por las autoridades. En el recuadro 1 se analiza la evolución de los mercados financieros en las economías emergentes desde las elecciones de Estados Unidos y se compara con el episodio conocido como *taper tantrum* de 2013.

Las políticas monetarias continuaron siendo acomodaticias, pero las divergencias entre las economías avanzadas están aumentando.

La curva de futuros sobre fondos federales se ha desplazado al alza en los últimos meses, tras la decisión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal adoptada en diciembre. El Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, por el contrario, han mantenido una orientación acomodaticia (véase gráfico 1). Esta divergencia, que refleja una evolución económica heterogénea en las economías avanzadas, también se ha plasmado en ajustes de los tipos de cambio.

Gráfico 1
Expectativas de tipos de interés oficiales



Fuentes: Bloomberg y Banco de Inglaterra.

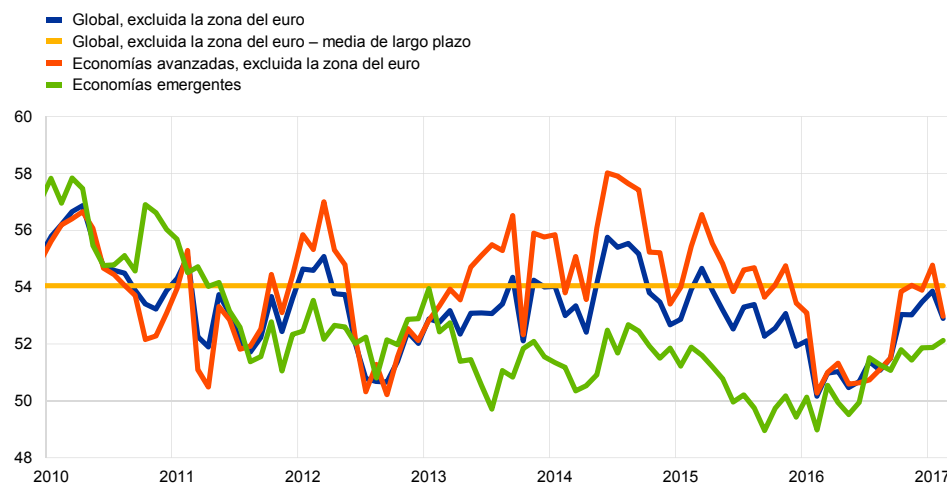
Los datos publicados recientemente confirman que el ritmo de crecimiento mundial fue sostenido en el último trimestre de 2016.

El índice de directores de compras (PMI) compuesto de producción global, excluida la zona del euro, aumentó hasta situarse en 53,3 en el cuarto trimestre de 2016, desde el 51,5 del trimestre precedente, señalando que el crecimiento mundial se recuperó en el segundo semestre del año pasado. El índice PMI compuesto de producción global de principios de 2017 confirmó esta tendencia (véase gráfico 2). A nivel de países, los PMI trimestrales mejoraron en todas las economías avanzadas importantes en el último trimestre de 2016. Entre las economías emergentes, los datos trimestrales también mejoraron en China y Rusia, pero empeoraron en la India —a raíz de la reciente política de desmonetización— y en Brasil, permaneciendo por debajo del umbral de 50 en ambos países. De cara al futuro, los indicadores sintéticos adelantados de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) continúan sugiriendo un repunte del ritmo de crecimiento en varias economías avanzadas y señalan que este ritmo se está intensificando en las principales economías emergentes.

Gráfico 2

Índice PMI compuesto de producción global

(Índice de difusión)



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

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2017. «Economías emergentes» es un agregado de China, Rusia, Brasil, India y Turquía. «Economías avanzadas» incluye a Estados Unidos, Reino Unido y Japón. «Media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y febrero de 2017.

En Estados Unidos, la actividad económica finalizó el año en una posición

más sólida, sostenida por el gasto en consumo y por la recuperación de la inversión, ya que se observaron un menor ajuste del sector energético y una disminución de los efectos negativos de la fortaleza del dólar sobre la rentabilidad de las empresas. La solidez del gasto en consumo y la recuperación de la inversión privada deberían favorecer una expansión moderada en 2017. Posteriormente se espera que la actividad económica avance a un ritmo más intenso, principalmente como consecuencia de la orientación más expansiva de la política fiscal que probablemente siga la nueva Administración.

En el Reino Unido, la actividad económica ha mostrado una sorprendente capacidad de resistencia tras el referéndum sobre la pertenencia a la UE.

Aunque la inversión se estancó en el último trimestre de 2016 en el contexto de la incertidumbre relacionada con el Brexit, el consumo privado contribuyó de forma significativa al crecimiento del PIB, pese a la desaceleración que experimentó con respecto al trimestre precedente. No obstante, se prevé que la actividad económica se ralentice a lo largo de 2017. Según las previsiones, la subida de los precios de consumo impulsada por la evolución del tipo de cambio reducirá el consumo privado, mientras que es probable que las decisiones de inversión de las empresas se vean afectadas por la incertidumbre asociada al Brexit.

En Japón, el crecimiento del PIB real se desaceleró en el último trimestre de 2016, ya que la demanda interna se debilitó.

La contribución de la demanda exterior neta —respaldada por la depreciación del yen— y de la recuperación de la actividad en el exterior al crecimiento del PIB real fue mayor que la de la demanda interna. En un horizonte de corto plazo, el crecimiento debería verse favorecido por los significativos estímulos de las políticas fiscal y monetaria, así como por la demanda exterior. A más largo plazo, se prevé que, a medida que desaparezca

gradualmente el apoyo procedente del paquete de medidas de estímulo fiscal del año pasado, la actividad económica se ralentice con el tiempo y se aproxime a la tasa de crecimiento del producto potencial del país.

En China, el crecimiento se intensificó en el último trimestre de 2016, sustentado en la fortaleza del consumo y en la recuperación de la inversión privada. Aunque las perspectivas a corto plazo están dominadas por el alcance de las medidas de estímulo fiscal, se espera que el crecimiento económico mantenga una tendencia gradual a la baja en el medio plazo. En particular, el avance de la inversión seguirá moderándose a medida que se reduzca paulatinamente el exceso de capacidad.

En los países de Europa Central y Oriental, el crecimiento del PIB real se desaceleró en 2016, como consecuencia de una disposición más lenta de los fondos de la UE al principio del nuevo ejercicio presupuestario. La mayor debilidad de la demanda exterior también ha contribuido a la desaceleración observada. No obstante, a medio plazo se prevé que la actividad económica mantenga una capacidad de resistencia relativa, debido a la fortaleza del gasto en consumo, a la mejora de los mercados de trabajo y al aumento de la absorción de fondos de la UE.

Las señales de recuperación de las profundas recesiones experimentada por los grandes países exportadores de materias primas son dispares. En Rusia, el crecimiento intertrimestral del PIB real pasó a ser positivo en el tercer trimestre de 2016, respaldado principalmente por la demanda exterior neta. Aunque el banco central de este país ha mantenido sin variación el tipo de interés oficial, el rublo se fortaleció y los mercados de renta variable registraron un alza como consecuencia del repunte de los precios del petróleo. Sin embargo, de cara al futuro, se espera que los retos fiscales afecten al entorno empresarial, y es muy posible que la falta de inversión en capital fijo y de reformas estructurales debiliten el potencial de crecimiento. En Brasil, el PIB real se redujo más de lo esperado en el segundo semestre de 2016. A corto plazo, la actividad económica debería beneficiarse de la lenta estabilización de la confianza empresarial, de la mejora de la relación real de intercambio y de la relajación de las condiciones financieras, aunque las recurrentes incertidumbres políticas y las necesidades de consolidación de las finanzas públicas siguen lastrando las perspectivas a medio plazo.

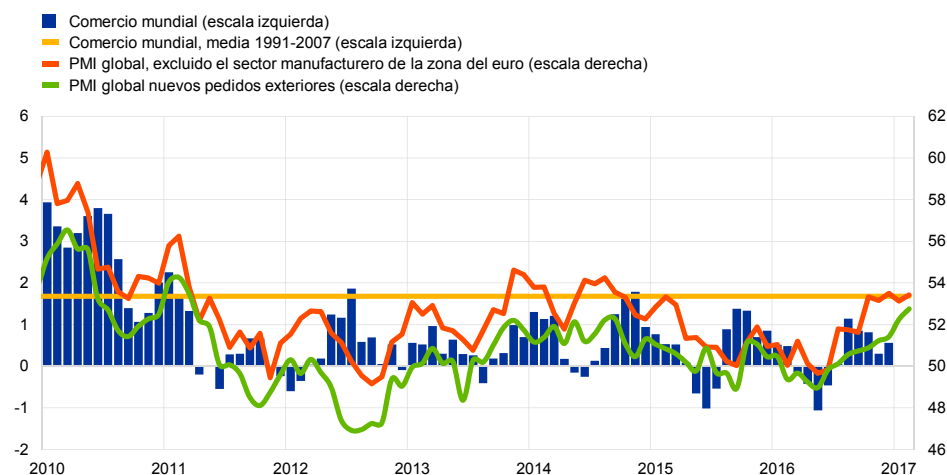
El comercio mundial cobró impulso en el segundo semestre de 2016 y se espera que haya mantenido este dinamismo en el primer trimestre de este año. Los datos sobre importaciones mundiales, excluida la zona del euro, se revisaron ligeramente al alza en el tercer trimestre de 2016, confirmando el repunte del primer semestre, y los indicadores disponibles señalan perspectivas positivas a corto plazo. Según datos del CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis (CPB), las importaciones mundiales de bienes en términos reales se incrementaron un 0,6 % en diciembre (en tasa intertrimestral), ligeramente por debajo del tercer trimestre pero apuntando todavía a un crecimiento sostenido (véase gráfico 3). El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores ha continuado aumentando en los últimos meses, indicando una mejora del dinamismo del comercio mundial a comienzos de este año. A más largo plazo,

aunque las perspectivas están sujetas a cierto grado de incertidumbre relacionada con las políticas comerciales futuras de Estados Unidos, se espera que el comercio mundial avance prácticamente en línea con la actividad global.

Gráfico 3

Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2017 (PMI) y a diciembre de 2016 (comercio mundial).

En general se prevé un aumento gradual del crecimiento mundial en el período 2016-2019.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, se acelerará gradualmente desde el 3,1 % en 2016 hasta el 3,5 % en 2017 y el 3,8 % en 2018-2019. Se prevé que la demanda exterior de la zona del euro se incremente desde el 1,6 % en 2016 hasta el 2,8 % en 2017, el 3,4 % en 2018 y el 3,5 % en 2019. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2016, el crecimiento mundial se ha revisado ligeramente al alza, reflejando la revisión de algunos datos y la inclusión de las expectativas de cierto estímulo fiscal en las proyecciones de referencia relativas a Estados Unidos. Mientras tanto, el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro se ha revisado al alza para 2016-2017, como consecuencia de la mejora de los datos sobre importaciones en el segundo semestre de 2016, pero marginalmente a la baja para 2019, debido principalmente a las expectativas de menor crecimiento de las importaciones en América Latina y en China.

La incertidumbre en torno a las proyecciones de referencia relativas a la actividad económica mundial continúa siendo elevada, y los riesgos siguen apuntando a la baja.

Entre los principales riesgos a la baja se incluyen un mayor proteccionismo comercial que está cobrando fuerza en las economías avanzadas, un endurecimiento desordenado de las condiciones financieras a escala global, que podría afectar especialmente a las economías emergentes vulnerables, posibles perturbaciones asociadas al proceso de reformas y de liberalización de China y, por último, posibles perturbaciones causadas por la incertidumbre política y geopolítica, como las relaciones futuras entre el Reino Unido y la Unión Europea.

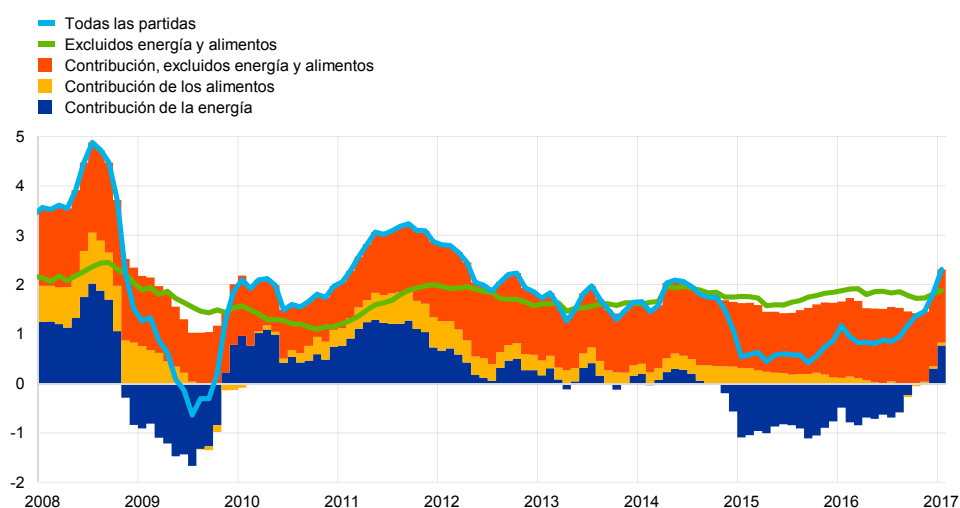
Evolución mundial de los precios

La inflación mundial ha aumentado en los últimos meses, tras el repunte de los precios del petróleo. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se incrementó hasta situarse en el 2,3 % en enero, retornando a niveles no observados desde hace casi cinco años. Esta evolución estuvo impulsada fundamentalmente por la subida de los precios de la energía, que registraron un incremento interanual del 8,5 %. En los países de la OCDE, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se incrementó hasta el 1,9 % en enero, desde el 1,8 % de diciembre (véase gráfico 4). La inflación medida por los precios de consumo volvió a aumentar en todas las economías avanzadas importantes en enero. En cambio, la inflación siguió descendiendo en la mayoría de los principales países no pertenecientes a la OCDE, con la excepción de China, donde los precios de consumo se recuperaron.

Gráfico 4

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: OCDE.

Nota: La última observación corresponde a enero de 2017.

Los precios del Brent han fluctuado entre 52 y 56 dólares estadounidenses por barril desde que, el 30 de noviembre de 2016, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) alcanzara un acuerdo para recortar la producción. La producción mundial de crudo disminuyó en enero, como consecuencia de la reducción de la producción en los países de la OPEP y en los países productores no pertenecientes a esta organización. Mientras que la producción de la OPEP registró uno de los mayores recortes de su historia, los países firmantes del acuerdo que no son miembros de la organización también contribuyeron al descenso intermensual más acusado de la oferta mundial de petróleo desde septiembre de 2008. Sin embargo, se prevé que la producción de los países no pertenecientes a la OPEP aumente en 2017, impulsada principalmente por los países que no han participado en el citado acuerdo (Estados Unidos, Canadá y Brasil), habiéndose observado ya un incremento de la producción

estadounidense de petróleo no convencional (*shale oil*) en diciembre de 2016. Los precios de las materias primas no energéticas han aumentado en torno a un 1 % (en dólares estadounidenses) en las últimas semanas, debido fundamentalmente a la subida del precio del mineral de hierro hasta un nivel cercano al máximo de los tres últimos años, subida que se compensó, en parte, por la caída de los precios de los alimentos.

De cara al futuro se espera que la inflación mundial aumente con lentitud. Se prevé que la reciente subida de los precios del petróleo y de otras materias primas sostenga la inflación general a corto plazo. Más adelante, la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala mundial debería favorecer, en cierta medida, la inflación subyacente en el medio plazo. No obstante, dado que la actual curva de futuros del petróleo anticipa que los precios del crudo se mantendrán muy estables durante el horizonte de proyección, se espera que la contribución futura de los precios de la energía a la inflación sea muy limitada.

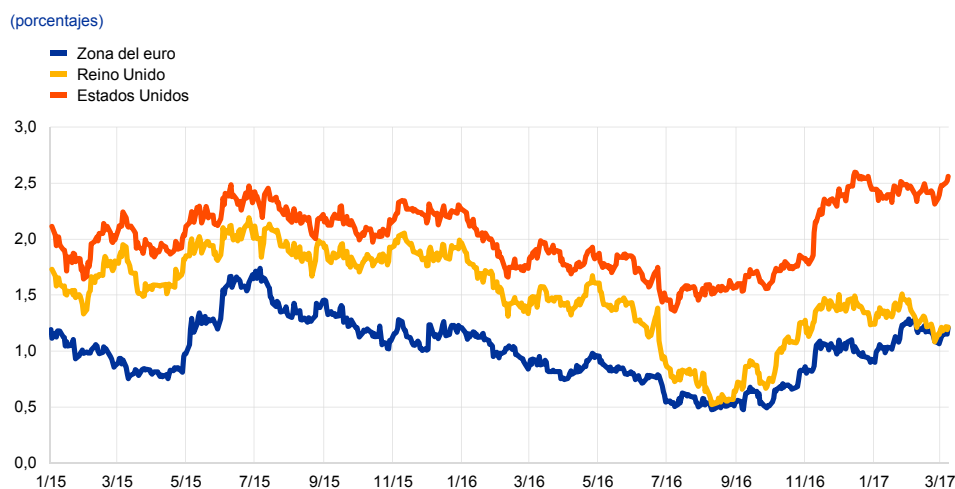
2 Evolución financiera

Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de diciembre, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado ligeramente y han mostrado cierta volatilidad. Los diferenciales de los valores de renta fija privada han descendido y se mantienen por debajo de los niveles registrados a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Las cotizaciones han subido en la zona del euro y se han observado avances similares en Estados Unidos. El euro se ha depreciado levemente en cifras ponderadas por el comercio.

En conjunto, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han aumentado desde principios de diciembre. Durante el período de referencia (del 8 de diciembre de 2016 al 8 de marzo de 2017), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderada por el PIB se incrementó en unos 15 puntos básicos, hasta situarse en torno al 1,2 % (véase gráfico 5).

Gráfico 5

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



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

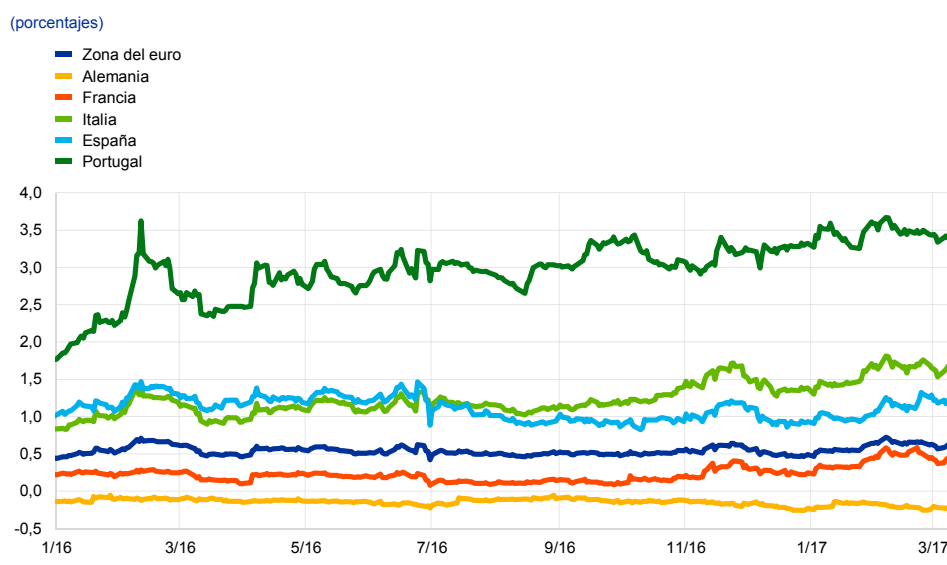
Notas: Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La última observación corresponde al 8 de marzo de 2017.

Dentro de la zona del euro, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana se han incrementado como consecuencia de la incertidumbre política. La estabilidad que, en su conjunto, ha mostrado la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda pública oculta una trayectoria algo heterogénea en los distintos países de la zona. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana se ampliaron en varios de ellos (véase gráfico 6). Esto fue especialmente evidente en Francia, donde el aumento de la incertidumbre política en torno a las próximas elecciones presidenciales generó cierta volatilidad en los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana. El diferencial de rendimiento de la deuda soberana a diez años de Francia respecto al tipo *swap* a un día libre de riesgo

finalizó el período analizado con un alza de unos 20 puntos básicos, después de ampliarse hasta 40 puntos básicos durante dicho período. En países con una calificación crediticia más baja se observó un aumento similar del diferencial.

Gráfico 6

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

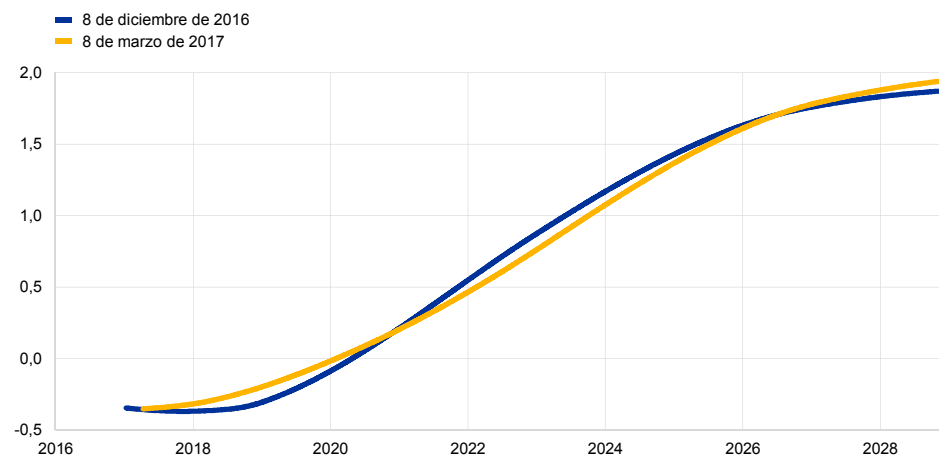
Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia del rendimiento de la deuda soberana. Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La última observación corresponde al 8 de marzo de 2017.

La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) ha permanecido prácticamente sin variación desde principios de diciembre, lo que indica la ausencia de expectativas de los mercados de nuevos recortes del tipo de interés aplicado a la facilidad de depósito. El perfil gradualmente ascendente de la curva de tipos *forward* del eonia sugiere que los participantes en el mercado continúan esperando que los tipos negativos del eonia se mantengan durante un período prolongado y que no habrá reducciones adicionales del tipo de interés de la facilidad de depósito (véase gráfico 7). Esta evolución representa un fuerte contraste con la situación de principios de octubre de 2016, cuando el tramo más corto de la curva mostraba una pendiente descendente y, por lo tanto, señalaba expectativas de nuevos recortes del tipo de interés de la facilidad de depósito.

Gráfico 7

Tipos *forward* del EONIA

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

El eonia se mantuvo estable, en unos –35 puntos básicos, durante el período considerado, excepto por un ligero aumento registrado al final del año. El

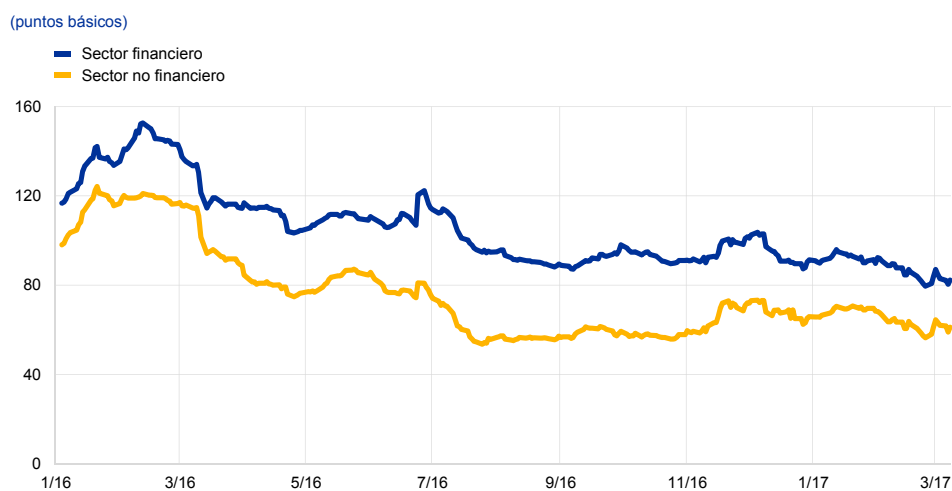
exceso de liquidez se incrementó alrededor de 165 mm de euros, hasta situarse en unos 1.356 mm de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema. El incremento del exceso de liquidez también reflejó la participación en la tercera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II), que se llevó a cabo en diciembre de 2016. En el recuadro 4 se presenta información más detallada sobre la situación de liquidez.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada emitidos por las sociedades no financieras han disminuido en todas las categorías de calificación crediticia desde principios de diciembre (véase gráfico 8). La

disminución de los diferenciales (respecto a la curva correspondiente de bonos con calificación AAA de la zona del euro) se ha visto respaldada por la mejora de las perspectivas de crecimiento de la zona. Por sí misma, la caída de los diferenciales de los valores de renta fija privada indica una reducción de la percepción del riesgo para las empresas por parte de los mercados. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras se sitúan unos 60 puntos básicos por debajo de los niveles de principios de marzo de 2016, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del CSPP. En el sector financiero, los diferenciales de los valores de renta fija privada también se estrecharon entre 5 y 20 puntos básicos en todas las categorías de calificación crediticia durante el período de referencia.

Gráfico 8

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



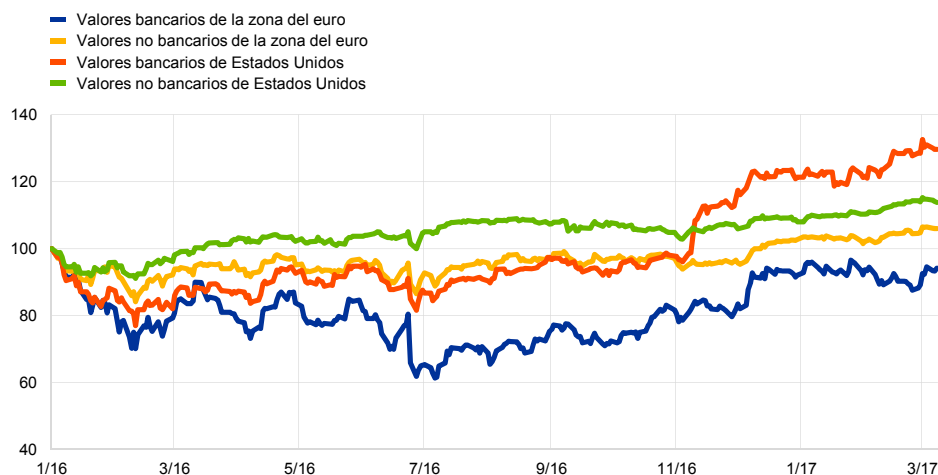
Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.
Nota: La última observación corresponde al 8 de marzo de 2017.

Las cotizaciones de la zona del euro han experimentado un alza considerable desde principios de diciembre. Los precios de las acciones de entidades no bancarias aumentaron un 7 % durante el período analizado, superando los de las acciones del sector bancario, que solo se incrementaron un 2 % (véase gráfico 9). Las cotizaciones de las entidades de crédito de la zona del euro superaron las de entidades homólogas de Estados Unidos, mientras que las del sector bancario de la zona registraron peores resultados que las de los bancos de Estados Unidos. Los incrementos se sustentaron en la mejora de las perspectivas de crecimiento macroeconómico y de inflación. Si se considera un horizonte más amplio y se comparan con los mínimos registrados después de conocerse el resultado del referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE celebrado a finales de junio de 2016, las cotizaciones de la zona del euro se han incrementado alrededor de un 25 % (en torno al 50 % en el caso de las del sector bancario). La incertidumbre en los mercados —medida por las expectativas de volatilidad de los precios de las acciones— se mantuvo estable, en general, durante el período de referencia. A principios de marzo, la volatilidad implícita de los mercados bursátiles de la zona del euro era del 15 % en términos anualizados, mientras que en Estados Unidos se situaba en el 12 %. En ambas áreas económicas, la volatilidad implícita se encuentra muy por debajo de las medias históricas y en cierta medida refleja unos niveles reducidos de volatilidad observada en los movimientos de las cotizaciones.

Gráfico 9

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2016 = 100)



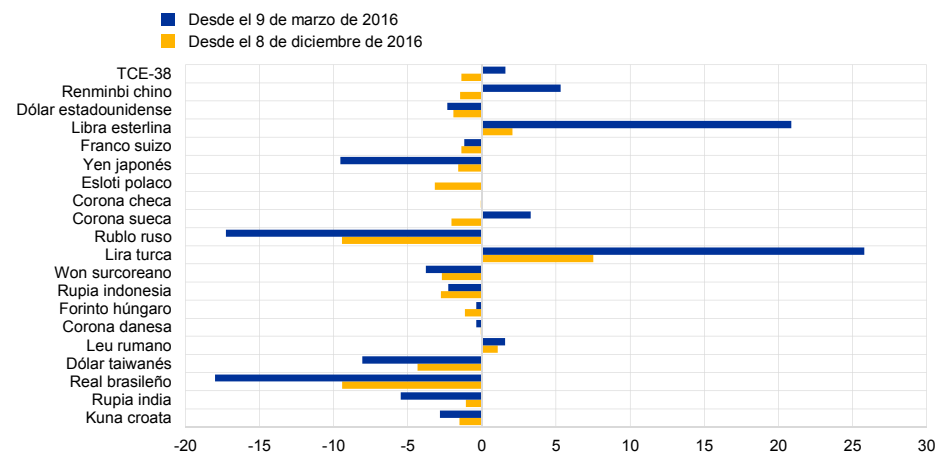
Fuentes: Thomson Reuters, índices iBoxx y cálculos del BCE.
Nota: La última observación corresponde al 8 de marzo de 2017.

En los mercados de divisas, el euro se depreció ligeramente en cifras ponderadas por el comercio (véase gráfico 10). El tipo de cambio efectivo nominal del euro ha retrocedido un 1,4 % desde el 8 de diciembre. En términos bilaterales, la moneda única se depreció un 1,9 % frente al dólar estadounidense en ese mismo período. El euro también se debilitó frente a otras de las principales monedas, entre ellas el yen japonés (1,6 %) y el franco suizo (1,4 %), mientras que continuó apreciándose frente a la libra esterlina (2,1 %). Al mismo tiempo, el tipo de cambio del euro también se depreció frente a las monedas de la mayoría de los demás Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y frente a las monedas de importantes economías emergentes (incluido el renminbi chino), con la excepción de la lira turca.

Gráfico 10

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: TCE-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

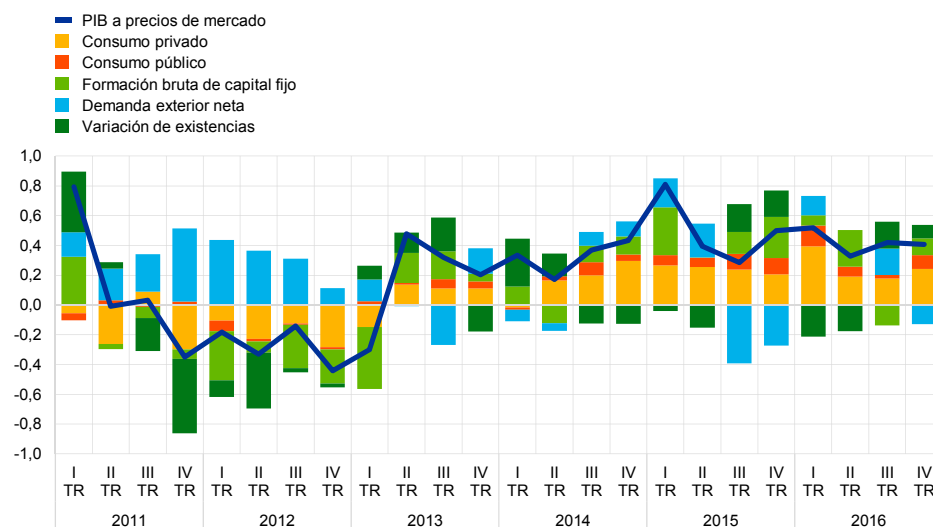
3 Actividad económica

La expansión económica en curso continúa afianzándose, respaldada fundamentalmente por la demanda interna de la zona del euro. Se observan también señales de una recuperación mundial algo más intensa. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,8 % en 2017, del 1,7 % en 2018 y del 1,6 % en 2019. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona, aunque menos pronunciados, siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con factores de carácter global.

Continúa la expansión económica de la zona del euro sostenida por la demanda interna. El PIB real aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestre, en el cuarto trimestre del año (véase gráfico 11). La demanda interna y la variación de existencias contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB real, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa. El avance del producto en el cuarto trimestre se tradujo en un aumento anual del PIB del 1,7 % en 2016. La tendencia de la actividad económica a afianzarse y generalizarse en todos los sectores y países se mantuvo en el cuarto trimestre de 2016.

Gráfico 11
PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuente: Eurostat.

Nota: La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2016 para el PIB y sus componentes.

El consumo privado continuó siendo la base de la expansión económica en curso. El gasto real en consumo se incrementó un 0,4 %, en tasa intertrimestre, en el cuarto trimestre del año. Este repunte con respecto al tercer trimestre se produjo pese a la subida de los precios del petróleo. La confianza de los consumidores mantuvo su fortaleza y se situó muy por encima de su media de largo plazo en enero y febrero, señalando una fuerte dinámica subyacente del gasto en consumo en el corto plazo. Además, el crecimiento del consumo privado continuó viéndose

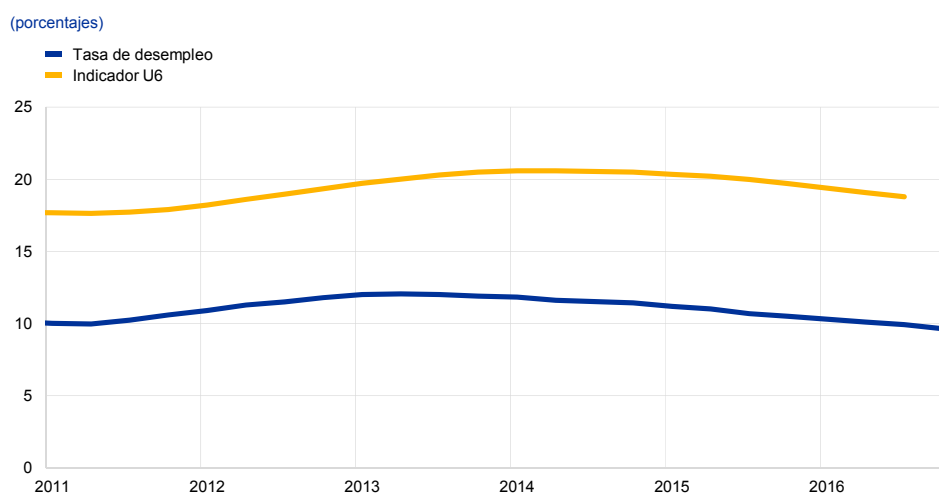
impulsado por el sólido aumento de la renta de los hogares, que se basa en la mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro.

El desempleo de la zona del euro ha caído durante 14 trimestres consecutivos.

El desempleo de la zona del euro siguió disminuyendo en el cuarto trimestre de 2016, tras haber registrado un máximo a principios de 2013. En enero, se situó en el 9,6 %, el nivel más bajo desde el segundo trimestre de 2009. El crecimiento del empleo en la zona del euro continuó en el tercer trimestre de 2016, debido fundamentalmente a la creación de empleo en el sector servicios. Las encuestas más recientes sugieren nuevas mejoras en los mercados de trabajo, y los principales indicadores reflejan una tendencia positiva en febrero de 2017, siendo la única excepción el sector de la construcción, donde se mantienen prácticamente sin variación.

Gráfico 12

Tasa de desempleo e indicador más amplio de la infrautilización del trabajo



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

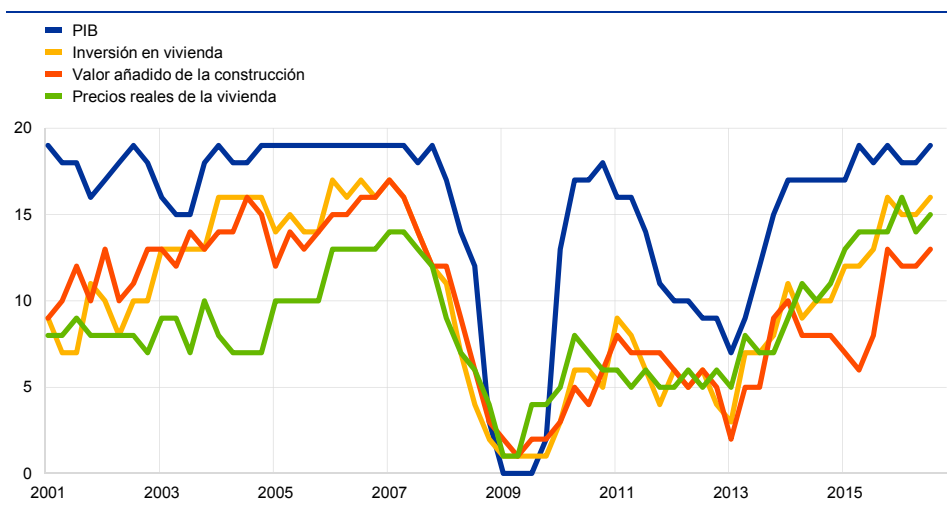
Notas: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2016 para la tasa de desempleo y al tercer trimestre de 2016 para el indicador U6. U6 es un indicador más amplio de la infrautilización del trabajo que tiene en cuenta, también, estimaciones de los trabajadores desanimados, de los grupos con vinculación más débil con el mercado de trabajo (o inactivos potencialmente disponibles) y de los trabajadores a tiempo parcial subempleados.

Aunque la tendencia general del desempleo es claramente positiva, la holgura en los mercados de trabajo sigue siendo considerable cuando se toman en consideración medidas más amplias de la infrautilización del trabajo. Si bien hay menos desempleados en el mercado de trabajo, quedan todavía muchos que no se contabilizan como parados, pero que podrían competir por empleos, reduciendo así las presiones salariales. Indicadores más amplios de la infrautilización del trabajo (como el «indicador U6», que incluye estimaciones del número de «trabajadores desanimados», de otros grupos con vinculación más débil con el mercado de trabajo (o inactivos potencialmente disponibles) y de trabajadores a tiempo parcial subempleados, que trabajan actualmente, pero no las horas semanales que desearían) siguen situándose en niveles elevados y han disminuido menos que la tasa de paro (véase gráfico 12). Esto sugiere un grado de holgura todavía considerable en el mercado de trabajo de la zona del euro en su conjunto.

Los mercados de la vivienda de la zona de euro sostienen de forma creciente la dinámica de crecimiento. La recuperación de los mercados de la vivienda de la zona del euro ha sido más lenta y mucho más débil que la recuperación de la actividad económica general de la zona del euro. Recientemente, sin embargo, un número creciente de países ha registrado tasas de crecimiento interanual positivas en indicadores importantes de los mercados de la vivienda (véase gráfico 13). Así pues, parece que muchos mercados de la vivienda de la zona del euro están entrando en una fase expansiva. Con todo, la intensidad de esta recuperación sigue siendo, en conjunto, relativamente moderada y heterogénea entre los distintos países. De cara al futuro, la mejora de las condiciones financieras, el aumento de la confianza en el sector de la construcción y un número cada vez mayor de visados de obra nueva también indican un repunte continuado de la inversión en construcción en 2017.

Gráfico 13

Número de países con tasas de crecimiento interanual positivas e indicadores del mercado de la vivienda



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016. Las cifras, que no están ponderadas, pueden oscilar entre 0 y 9.

La inversión empresarial también parece haber aumentado en el cuarto trimestre, aunque probablemente a un ritmo más lento que en el tercer trimestre, dado que la producción de bienes de equipo creció de forma moderada.

Al mismo tiempo, según la encuesta de la Comisión Europea correspondiente al primer trimestre de 2017, la percepción de la demanda como factor limitador de la producción de bienes de equipo ha vuelto a caer y se mantiene en su nivel más bajo desde el inicio de la Gran Recesión. La utilización de la capacidad productiva también aumentó por encima de los niveles medios anteriores a la crisis en el primer trimestre de 2017.

De cara al futuro, la inversión total debería verse respaldada adicionalmente por el tono extraordinariamente acomodaticio de la política monetaria del BCE.

Las condiciones de financiación siguen siendo muy favorables y se espera que los indicadores de márgenes se recuperen en el contexto de un sector de sociedades

no financieras que ya cuenta con un alto grado de liquidez. Además, la fuerte recuperación observada en los precios de las acciones y el moderado crecimiento de la financiación mediante deuda han reducido la ratio de endeudamiento (deuda sobre activos totales). El aumento de los beneficios de las sociedades no financieras debería estimular la inversión, sobre todo dada la necesidad de sustituir el capital tras años de escaso dinamismo de la formación de capital fijo. Sin embargo, la recuperación de la inversión seguirá viéndose frenada por rigideces en los mercados de productos, unas expectativas de crecimiento a largo plazo más débiles que en el pasado y la continua necesidad de desapalancamiento en algunos países de la zona del euro. Además, el ajuste en curso a los cambios en el entorno regulatorio, la baja rentabilidad de las entidades de crédito y el volumen todavía elevado de préstamos dudosos en los balances de los bancos en varios países siguen afectando a la capacidad de intermediación de las entidades de crédito y, a su vez, a la financiación de las inversiones de las empresas a corto plazo.

El crecimiento de las exportaciones de la zona del euro ha seguido recuperándose en un entorno de mejora gradual del comercio internacional.

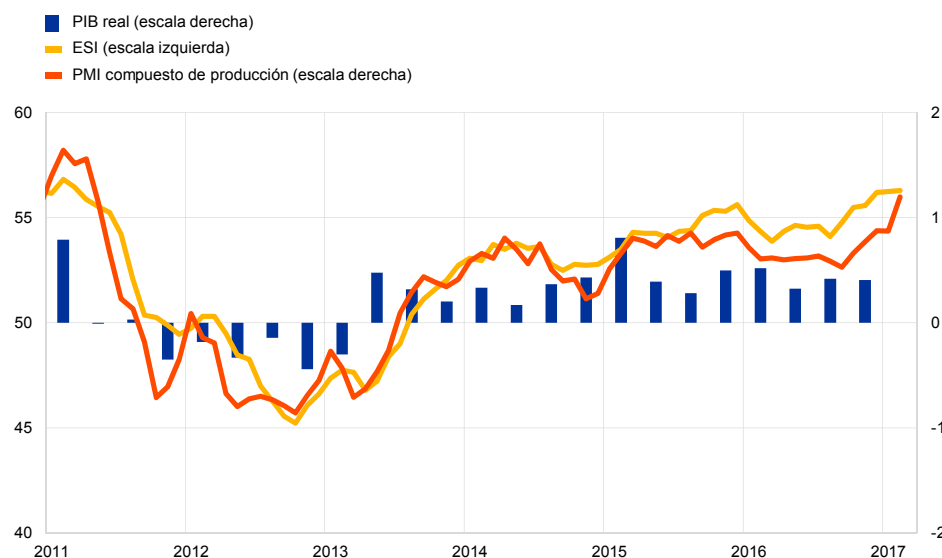
Las exportaciones totales de la zona del euro aumentaron un 1,5 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre, favorecidas por el comercio de bienes y de servicios. Los datos mensuales hasta diciembre de 2016 señalan un sólido incremento (en tasas de variación intertrimestral) de las exportaciones de bienes a China y otros países asiáticos. Al mismo tiempo, la contribución de América Latina fue positiva, al igual que la de Estados Unidos. Hasta noviembre, las exportaciones al Reino Unido cayeron, mientras que las exportaciones a otros países de la zona del euro registraron un avance. Existen indicios de que las exportaciones de bienes de la zona del euro han superado las importaciones totales de bienes en el cuarto trimestre de 2016, señalando con ello un posible aumento de las cuotas de exportación de la zona en un entorno de depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Las encuestas y los nuevos pedidos exteriores relativos al primer trimestre de 2017 apuntan a una mejora de la dinámica de las exportaciones en el corto plazo. A más largo plazo, se prevé que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro aumenten como consecuencia de la recuperación gradual del comercio internacional. No obstante, los riesgos para las perspectivas del comercio están relacionados con los posibles efectos adversos derivados del incremento de la incertidumbre en torno a las políticas comerciales a escala mundial.

En general, las encuestas apuntan a una sólida dinámica de crecimiento en el primer trimestre de 2017. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (ESI, en sus siglas en inglés) mostró mejoras generalizadas en enero y se mantuvo sin cambios en niveles elevados en febrero. El índice PMI compuesto de producción, por otra parte, permaneció estable en enero y registró mejoras generalizadas en febrero. La subida observada en los dos primeros meses de 2017, en comparación con el cuarto trimestre de 2016, reflejó una mejor valoración de la situación actual y un aumento significativo de la cartera de pedidos en la industria y en la construcción. Ambas encuestas se sitúan actualmente por encima de sus niveles medios a largo plazo (véase gráfico 14).

Gráfico 14

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

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



Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016 para el PIB real y a febrero de 2017 para el ESI y el índice PMI.

Se espera que la expansión económica de la zona del euro prosiga, respaldada por las medidas de política monetaria que continúan transmitiéndose a la economía real.

La mejora de la rentabilidad empresarial y unas condiciones de financiación muy favorables siguen impulsando la recuperación de la inversión. El aumento sostenido del empleo, que continúa viéndose favorecido por las reformas estructurales acometidas en el pasado, respalda la renta real disponible de los hogares y, por tanto, el consumo privado. Asimismo, se observan señales de una recuperación a escala mundial algo más intensa y de un aumento del comercio internacional. No obstante, se prevé que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances.

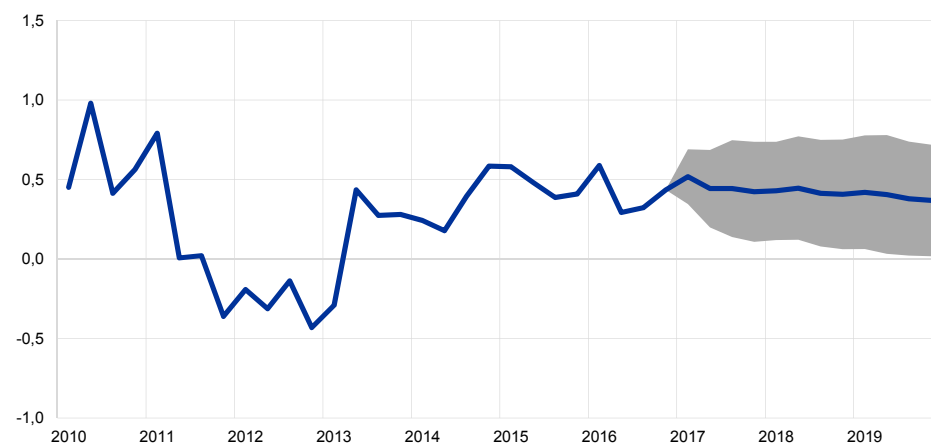
Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,8 % en 2017, del 1,7 % en 2018 y del 1,6 % en 2019 (véase gráfico 15).

Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real para 2017 y 2018 se han revisado ligeramente al alza, en 0,1 puntos porcentuales, debido a una demanda exterior algo más vigorosa en el corto plazo, a un tipo de cambio del euro más débil y a un sentimiento económico más favorable. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona, aunque menos pronunciados, siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con factores de carácter global.

Gráfico 15

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 marzo de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 9 de marzo de 2017.

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

4 Precios y costes

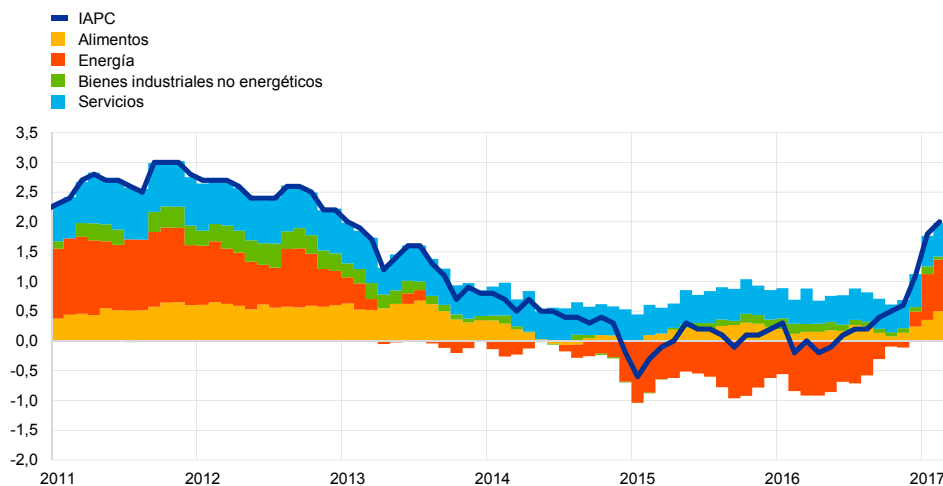
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 2 % en febrero de 2017, frente al 1,8 % de enero. Teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que la inflación general permanezca en niveles próximos al 2 % en los próximos meses. Sin embargo, los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en niveles bajos y se espera que aumenten solo de forma gradual a medio plazo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,7 % en 2017, el 1,6 % en 2018 y el 1,7 % en 2019.

La inflación general volvió a aumentar en febrero. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC registró una nueva subida, situándose en el 2 % en febrero, frente al 1,8 % de enero de 2017 y el 1,1 % de diciembre de 2016 (véase gráfico 16). El incremento de los últimos meses se debe, principalmente, a la inflación de los precios de la energía y, en menor medida, a la de los precios de los alimentos, y situó la inflación general en febrero de este año en el nivel más alto registrado desde enero de 2013.

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.

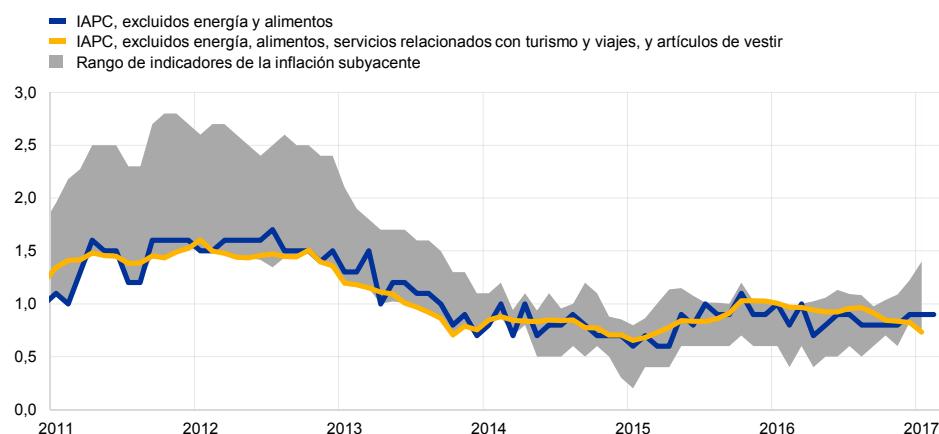
Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2017.

Sin embargo, la inflación subyacente se mantuvo contenida. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 0,9 % en febrero de 2017, muy por debajo de su media de largo plazo. La tasa no varió desde diciembre de 2016 y solo es ligeramente superior al 0,8 % registrado entre agosto y noviembre de 2016. La mayoría de los demás indicadores de la inflación subyacente tampoco mostraron signos de una evolución al alza más dinámica (véase gráfico 17). La contención de la inflación subyacente puede reflejar, en parte, los efectos indirectos a la baja derivados de caídas anteriores de los precios del

petróleo, que se materializan con un cierto desfase, pero también, y más importante, el grado de holgura de la economía y la persistencia de unas débiles presiones internas en términos de costes.

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 los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media truncada al 10 %; la media truncada al 30 %; la mediana del IAPC y un indicador basado en un modelo factorial dinámico. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2017 (IAPC, excluidos la energía y los alimentos) y a enero de 2017 (resto de indicadores).

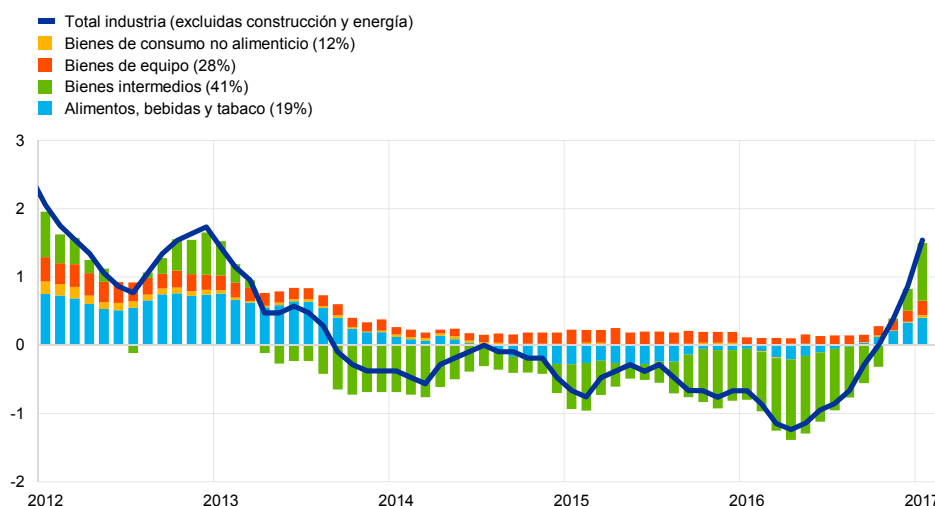
Solo se observan señales débiles de presiones inflacionistas latentes al alza.

Los fuertes incrementos registrados en la inflación de los precios industriales en el total de la industria (excluidas la construcción y la energía) desde la primavera de 2016 reflejan, principalmente, los considerables aumentos observados en los precios industriales de los bienes intermedios (véase gráfico 18). Es posible que parte de estos incrementos se esté trasladando —con cierto desfase— a los precios de los bienes de consumo no alimenticio en otras fases de la cadena de producción y de precios. Asimismo, la inflación de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio registró una notable subida, hasta situarse en el 0 % en enero, desde el -0,1 % de diciembre y el -1 % de noviembre. No obstante, a principios de 2017 la tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio aún no había mostrado una clara tendencia al alza y solo había aumentado hasta el 0,3 % en enero, tras fluctuar en torno al 0,1 % a lo largo de 2016. Una posible explicación es que las subidas de los costes y los precios de los bienes intermedios fueron absorbidas por los márgenes en distintas etapas del proceso de producción, y que la capacidad de fijación de precios de las empresas siguió estando limitada por la fuerte competencia mundial.

Gráfico 18

Contribución a los precios industriales

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2017.

El crecimiento de los salarios se ha mantenido en niveles reducidos en términos históricos.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro fue del 1,4 % en el cuarto trimestre de 2016, ligeramente por debajo del 1,5 % registrado en el segundo y tercer trimestres de 2016. Entre los factores que pueden estar afectando al avance de los salarios se incluyen el grado de holgura del mercado de trabajo, que aún es significativo, el débil crecimiento de la productividad y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis¹. Asimismo, es posible que el entorno de baja inflación de los últimos años siga contribuyendo a un menor crecimiento salarial debido a los mecanismos de indexación formales e informales.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido prácticamente estables desde principios de diciembre de 2016, ligeramente por debajo de los indicadores basados en encuestas de opinión.

La tendencia al alza de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación que se había observado desde finales de septiembre se estabilizó a partir de principios de diciembre. Las expectativas de inflación a largo plazo basadas en los mercados se mantuvieron prácticamente estables, mientras que a corto plazo se registró un incremento. Concretamente, la tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se sitúa ahora en torno al 1,71 % o cerca de 50 puntos básicos por encima de los bajos niveles observados en el otoño de 2016 (véase gráfico 19). Con independencia de los significativos incrementos que se registraron en todos los plazos desde septiembre de 2016, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación siguen señalando únicamente un retorno gradual de la inflación al nivel del 2 % aproximadamente y, por ejemplo, la tasa anual dentro de cuatro años continúa oscilando en torno al 1,35 %. La mejora de

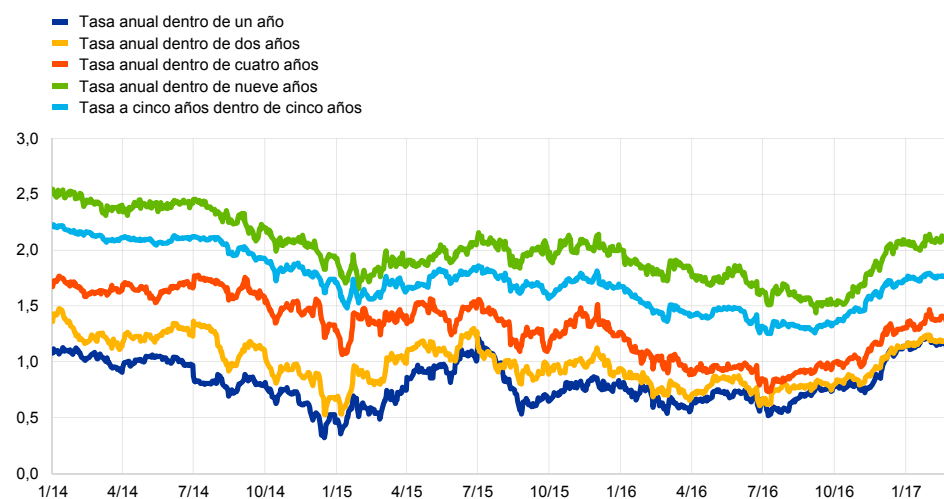
¹ Véase el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de mercado ha reducido en parte, en comparación con el pasado otoño, la diferencia con respecto a las medidas basadas en indicadores de opinión, que se mantuvieron estables en el 1,8 % según la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre de 2017².

Gráfico 19

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 3 de marzo de 2017.

De cara al futuro, los expertos del BCE prevén que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentará con fuerza desde el 0,2 % de 2016 hasta el 1,7 % de 2017. Las perspectivas de inflación para 2017 se han revisado de forma significativa tras la reciente subida de los precios del petróleo. No obstante, se observan patrones contradictorios en la inflación de los bienes energéticos y no energéticos. Se espera que la mayor parte del aumento de la inflación medida por el IAPC entre 2016 y 2017 se deba a los precios de la energía. Esto, a su vez, es consecuencia de los efectos de base al alza y de los recientes y significativos incrementos de los precios del petróleo. Sobre la base de la información disponible a mediados de febrero, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017 sitúan la inflación medida por el IAPC en el 1,7 % en 2017, el 1,6 % en 2018 y el 1,7 % en 2019 (véase gráfico 20)³. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado considerablemente al alza para 2017 y ligeramente al alza para 2018, mientras que se mantienen inalteradas para 2019.

² A diferencia de los indicadores de opinión, los basados en los mercados incorporan una prima de riesgo.

³ Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 9 de marzo de 2017.

Gráfico 20

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



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 9 de marzo de 2017.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2019 (proyecciones).

A diferencia de la inflación de los precios de la energía, el repunte esperado en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, será probablemente mucho más gradual a lo largo del horizonte de la proyección.

Se prevé que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumente desde el 0,9 % registrado en 2016 hasta el 1,1 % en 2017 y que avance hasta situarse en el 1,6 % en 2018 y el 1,8 % en 2019, respectivamente. Uno de los factores principales que explican este repunte gradual es el incremento previsto de los salarios y de los costes laborales unitarios a medida que avanza y se consolida la recuperación. Se espera que la disminución de la holgura en el mercado laboral y la desaparición progresiva de los factores relacionados con la crisis, que han contenido el crecimiento de los salarios en los últimos años, conduzcan a un repunte del crecimiento de la remuneración por asalariado y también de los costes laborales unitarios, dado que se prevé que la recuperación de la productividad sea más moderada. En conjunto, el incremento gradual de la inflación subyacente debería respaldar el nivel de la inflación general durante el período 2017-2019.

5 Dinero y crédito

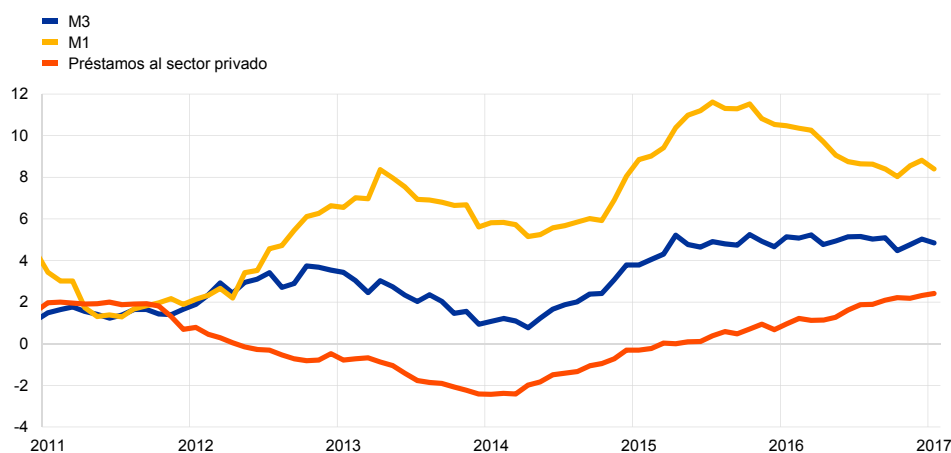
El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo prácticamente estable en enero de 2017. Al mismo tiempo, el crédito al sector privado continuó su recuperación gradual en el cuarto trimestre de 2016 y en enero. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras aumentó nuevamente en el cuarto trimestre de 2016.

El crecimiento del agregado monetario amplio permaneció prácticamente estable en enero, manteniendo el sólido ritmo observado con carácter general desde mediados de 2015. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 4,9 % en enero (véase gráfico 21). El bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos, así como el impacto de las medidas de política monetaria del BCE, continuó respaldando el crecimiento monetario. Además, el crecimiento interanual de M1 permaneció básicamente estable en el cuarto trimestre de 2016, al interrumpirse la tendencia descendente observada desde mediados de 2015, y disminuyó ligeramente en enero (8,4 %, frente al 8,8 % de diciembre de 2016).

Gráfico 21

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de la tesorería. La última observación corresponde a enero de 2017.

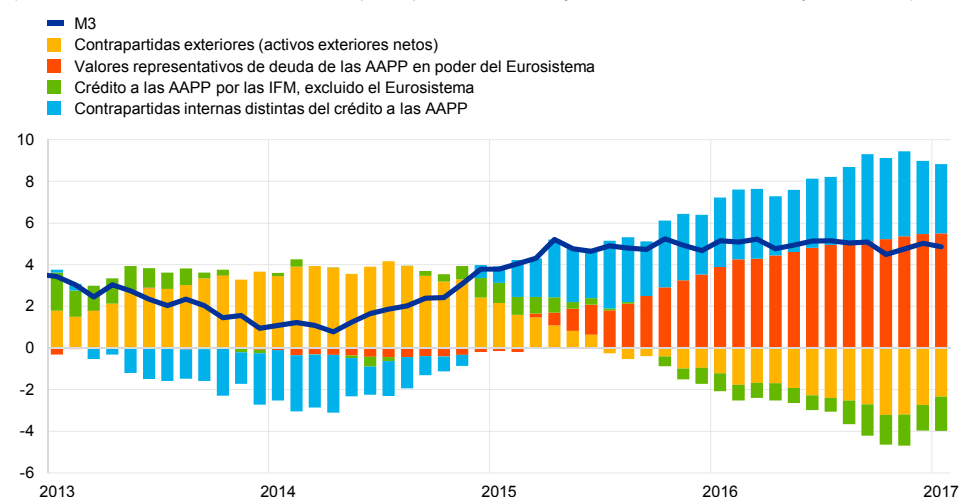
Los depósitos a la vista siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento de M3. Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras aumentó en el cuarto trimestre de 2016 y en enero de 2017, hasta situarse en el 11,4 % y el 10,5 %, respectivamente, tras haber experimentado un descenso durante el trimestre anterior. En cambio, la volátil tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los intermediarios financieros (excluidas las IFM) se redujo en enero. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación permaneció contenida, lo que indica que no existe una tendencia general en el sector tenedor de dinero a sustituir los depósitos por tesorería en un entorno de tipos de interés muy

bajos o negativos. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron afectando de forma negativa al agregado M3 en el cuarto trimestre y en enero. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, se fortaleció hacia finales del cuarto trimestre y en enero, gracias principalmente al sólido crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario.

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 22). Entre las contrapartidas de M3, las adquisiciones de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas (AAPP) por parte del Eurosistema (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 22), principalmente en el contexto del programa de compra de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del BCE, contribuyeron de forma positiva al avance de M3. Además, el crecimiento de M3 siguió estando respaldado por contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 22). Esto se debió a la recuperación sostenida del crédito al sector privado y a la persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. Estos pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas), cuya tasa de variación interanual ha sido negativa desde el segundo trimestre de 2012, disminuyeron de nuevo en el cuarto trimestre de 2016 y en enero. Su tasa de crecimiento interanual negativa fue atribuible, en parte, al impacto de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II) del BCE, que actúan como sustituto de la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados y hacen que a los inversores les resulte menos atractivo mantener bonos bancarios y depósitos a largo plazo.

Gráfico 22
M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.
Nota: La última observación corresponde a enero de 2017.

Los activos exteriores netos de las IFM siguieron ejerciendo presiones a la baja sobre el crecimiento interanual de M3. No obstante, registraron ligeros

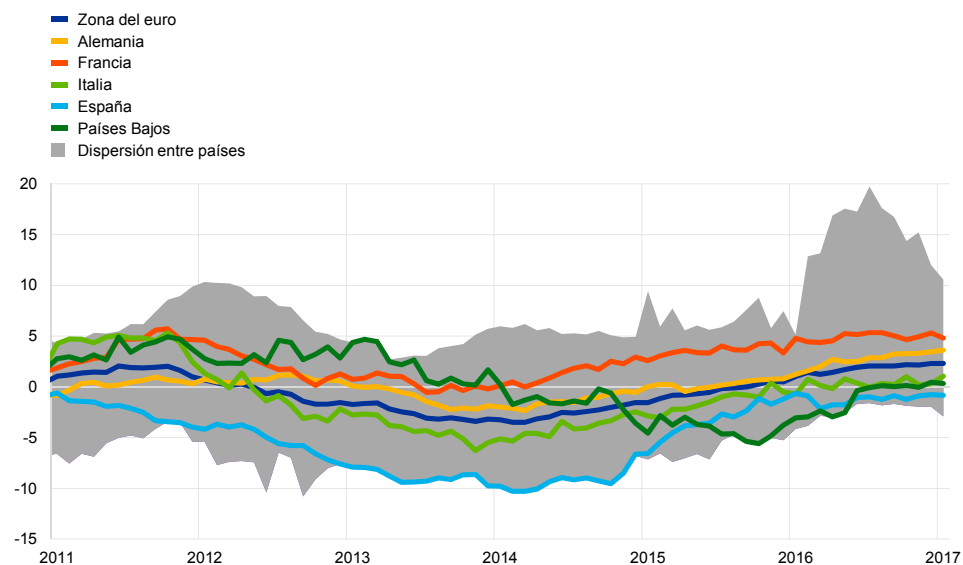
flujos de entrada mensuales en diciembre y en enero que redujeron la presión a la baja sobre el crecimiento interanual de M3 (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 22). Esta evolución podría sugerir que está disminuyendo la proporción de ventas de bonos por parte de no residentes en el contexto del PSPP. Las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP contribuyeron al descenso interanual de los activos exteriores netos de las IFM cuando los ingresos de estas ventas se invirtieron, sobre todo, en instrumentos fuera de la zona del euro. En cambio, la proporción de ventas de deuda pública en el marco de este programa por parte de IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, ha ido aumentando. Estas ventas han contribuido al crecimiento interanual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, y han frenado el crecimiento de M3 (véase la parte de color verde de las barras del gráfico 22).

El crecimiento de los préstamos al sector privado continuó recuperándose gradualmente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de la tesorería [*notional cash pooling*]) aumentó en el cuarto trimestre de 2016 y en enero de 2017 (véase gráfico 21). Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se incrementó nuevamente en el cuarto trimestre y se mantuvo estable en enero, en el 2,3 % (véase gráfico 23). En general, el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras se ha recuperado significativamente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014. Esta evolución es generalizada en los países más grandes, aunque las tasas de crecimiento de los préstamos son aún negativas en algunas jurisdicciones. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares aumentó en el cuarto trimestre de 2016 y volvió a repuntar ligeramente en enero, hasta situarse en el 2,2 %, frente al 2 % registrado en diciembre (véase gráfico 24). Las considerables 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 generales en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos (NPL) sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar el crédito bancario.

Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual)



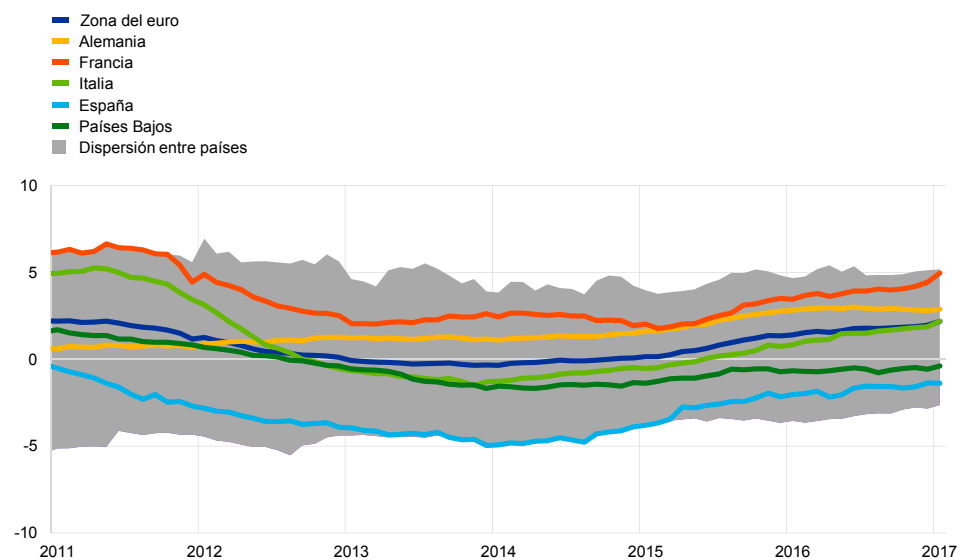
Fuente: BCE.

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

Gráfico 24

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 centralización nacional de la tesorería. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a enero de 2017.

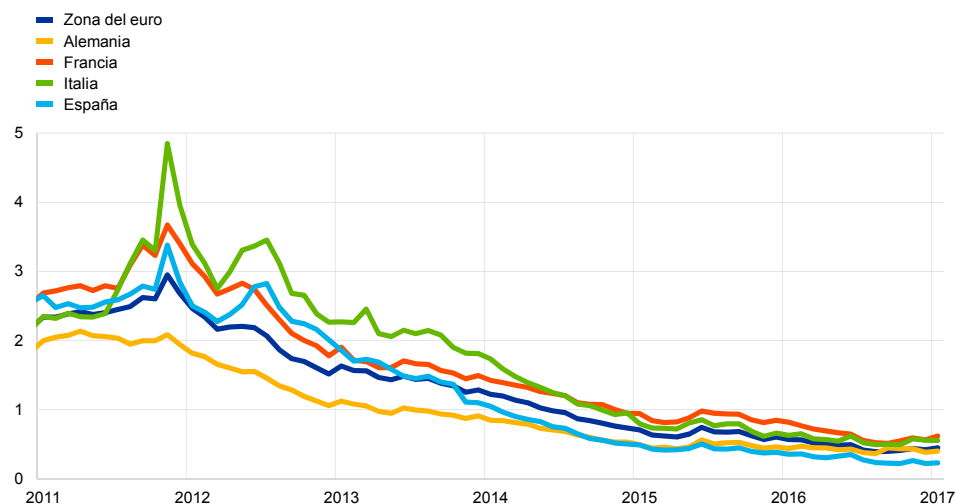
En el cuarto trimestre de 2016, el crecimiento de los préstamos continuó sustentándose en el aumento de la demanda en todas las categorías de préstamo, mientras que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se estabilizaron en gran medida. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2017, la presión de la competencia siguió contribuyendo a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares, mientras que la menor disposición de las entidades de crédito a tolerar el riesgo propició su endurecimiento. El porcentaje de solicitudes de préstamos denegadas se redujo en todas las categorías de préstamo. El bajo nivel general de los tipos de interés continuó siendo un factor clave en el incremento neto de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares. Asimismo, las necesidades de financiación para fusiones y adquisiciones, así como la persistencia de las favorables perspectivas del mercado de la vivienda y la confianza de los consumidores, contribuyeron positivamente a la demanda de préstamos (véase [la encuesta](#)). En este contexto, las entidades de crédito encuestadas señalaron también que la rentabilidad fue el motivo primordial de su participación en la tercera TLTRO-II. Según las entidades, el efecto principal de las TLTRO anteriores en la oferta de crédito fue la suavización de las condiciones aplicadas, al tiempo que aumentó la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron siendo favorables. El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda aumentó algo en el cuarto trimestre de 2016 y en enero de 2017 (véase gráfico 25), impulsado por el incremento de los rendimientos de los bonos bancarios, mientras que el coste de los depósitos se mantuvo estable. Pese al reciente aumento, el coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda siguió registrando niveles históricamente bajos. 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 contribuyeron a esta evolución.

Gráfico 25

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 última observación corresponde a enero de 2017.

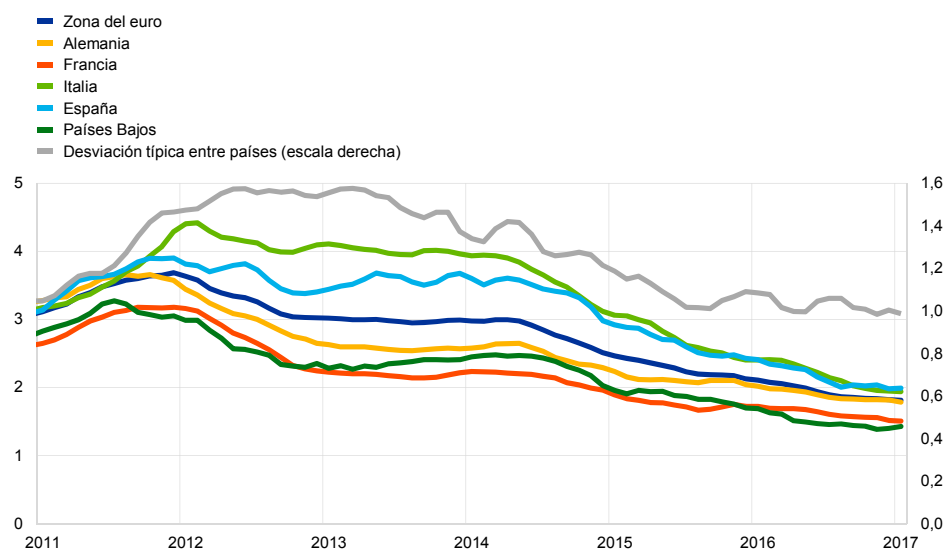
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron en niveles muy bajos en el cuarto trimestre de 2016 y en enero de 2017 (véanse gráficos 26 y 27). El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras disminuyó ligeramente en el cuarto trimestre de 2016 y permaneció básicamente estable en enero, en un nuevo mínimo histórico. Durante el mismo período, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a los hogares para adquisición de vivienda volvió a experimentar un leve descenso en el cuarto trimestre de 2016, marcando un nuevo mínimo histórico en diciembre, y aumentó algo en enero. Desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido sustancialmente más que los tipos de referencia del mercado, lo que señala una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés del crédito bancario. La contracción de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido la reducción de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Entre mayo de 2014 y enero de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron en torno a 110 puntos básicos. La caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios a sociedades no financieras fue especialmente acusada en los países vulnerables, contribuyendo así a mitigar las asimetrías observadas anteriormente en la transmisión de la política monetaria en los distintos países. En el mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro se estrechó de forma considerable y fluctuó en torno a los reducidos niveles registrados en el cuarto trimestre de 2016 y en enero de 2017. 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 bancarios.

Gráfico 26

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



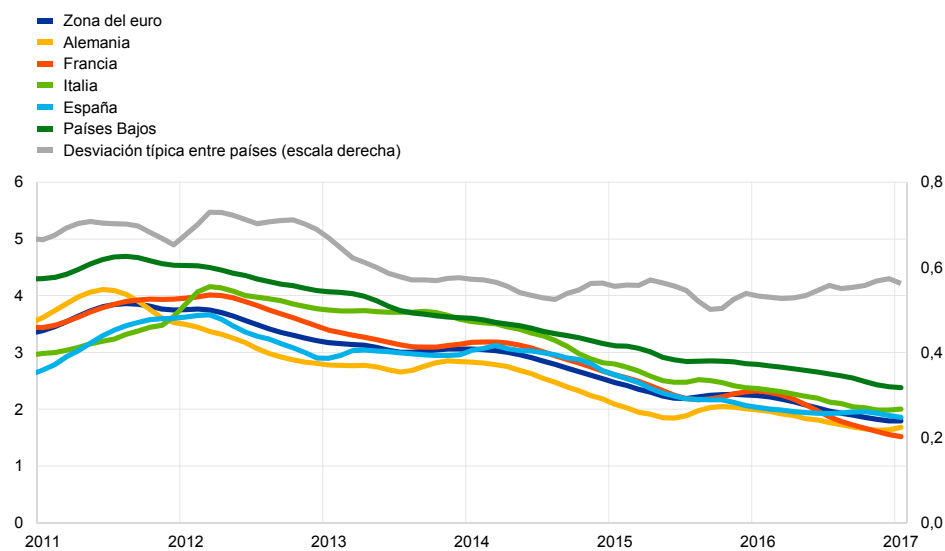
Fuente: BCE.

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

Gráfico 27

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

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

Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó en el cuarto trimestre de 2016, tras disminuir temporalmente en el trimestre anterior.

La financiación externa de las sociedades no financieras se sitúa actualmente en los niveles observados a principios de 2005 (justo antes de que comenzara el período de excesivo crecimiento del crédito). La recuperación que ha registrado este tipo de financiación desde principios de 2014 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 se incrementó de nuevo a principios de 2017, después de haber descendido hacia finales de 2016.

Los datos del BCE más recientes muestran que la actividad emisora se redujo en diciembre debido a factores estacionales. Los datos preliminares indican que las emisiones volvieron a aumentar en enero y en febrero, nuevamente respaldadas, entre otros factores, por las compras de bonos corporativos por parte del BCE. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras disminuyó en el cuarto trimestre de 2016 como resultado de importantes recompras de acciones, que ascendieron a un total de, aproximadamente, 7,5 mm de euros en noviembre y en diciembre.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras siguen siendo muy favorables.

Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras aumentó ligeramente, en promedio, en enero y en febrero de 2017, tras volver en diciembre a su mínimo histórico de julio de 2016. El incremento del coste total de la financiación obedece a una ligera subida del coste de las acciones, atribuible a un leve aumento del tipo de interés libre de riesgo, mientras que las primas de riesgo de las acciones se mantuvieron prácticamente sin cambios.

6 Evolución de las finanzas públicas

A tenor de las proyecciones, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas y las ratios de deuda de la zona del euro se mantendrán en una senda descendente durante el período 2017-2019. Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona, que fue ligeramente expansiva en 2016, sea prácticamente neutral en 2017-2019. No obstante, el seguimiento por parte de los países de la zona del euro de las recomendaciones de la evaluación de la Comisión Europea de sus proyectos de planes presupuestarios para 2017 ha sido insatisfactorio, dado que ninguno de los países que se consideró que corrían el riesgo de incumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) ha aplicado medidas significativas.

Las proyecciones indican que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá durante el horizonte de proyección. Con arreglo a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017⁴, se espera que el déficit presupuestario descienda desde el 1,6 % del PIB de 2016 hasta el 0,9 % del PIB en 2019 (véase cuadro). La reducción prevista obedece a una nueva caída de los pagos por intereses y al aumento del superávit presupuestario primario, que también reflejan las condiciones cíclicas. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, las perspectivas de las finanzas públicas son más favorables. Los inesperados ingresos extraordinarios observados en algunos países se tradujeron en un resultado mejor de lo esperado en 2016. Esta evolución también tendrá un impacto positivo sobre el resultado de 2017, lo que, unido a la reducción del gasto primario, explica la mejora de las perspectivas presupuestarias para 2017-2019.

Cuadro

Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Ingresos totales	46,8	46,5	46,3	46,0	45,9	45,8
b. Gastos totales	49,4	48,5	47,9	47,4	47,1	46,7
De los cuales:						
c. Gasto por intereses	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Gasto primario (b - c)	46,7	46,1	45,8	45,4	45,2	45,0
Saldo presupuestario (a - b)	-2,6	-2,1	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-1,9	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	-1,1
Saldo estructural primario	1,0	0,8	0,5	0,4	0,5	0,6
Deuda bruta	92,0	90,4	89,3	88,0	86,4	84,5
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	1,2	1,9	1,7	1,8	1,7	1,6

Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. Como las proyecciones suelen tener en cuenta las revisiones más recientes de los datos, podrían producirse diferencias con respecto a los últimos datos validados por Eurostat.

⁴ Véanse las [proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017](#).

La orientación de la política fiscal fue ligeramente expansiva en 2016 y se prevé que sea prácticamente neutral en 2017-2019⁵. Las principales medidas de estímulo adoptadas en 2016 incluyeron recortes de los impuestos directos en varios países. Es probable que, en el período 2017-2019, las nuevas medidas que incrementan el déficit por el lado de los ingresos se vean compensadas por los componentes del gasto público con un crecimiento menos dinámico. Según las proyecciones, la remuneración de los asalariados y el gasto en consumo intermedio, en particular, crecerán por debajo del crecimiento tendencial del PIB nominal, mientras que se prevé que otras partidas, como la inversión pública, crezcan por encima del potencial. Estas proyecciones cambian muy poco con respecto a las de diciembre de 2016. En vista de la necesidad de encontrar un equilibrio entre la estabilización económica y la sostenibilidad de las finanzas públicas en varios países de la zona del euro, una orientación prácticamente neutral de la política presupuestaria en los próximos meses puede considerarse adecuada.

Las proyecciones indican que los elevados niveles de deuda pública agregada de la zona del euro continuarán descendiendo gradualmente. Se prevé que la deuda en relación con el PIB de la zona del euro, que registró un máximo en 2014, disminuya desde el 89,3 % de 2016 hasta el 84,5 % a finales de 2019. La reducción de la deuda se deriva, en gran parte, del diferencial positivo entre tipos de interés y crecimiento, que refleja mejores condiciones cíclicas y tipos de interés bajos. También se espera que los reducidos superávits primarios tengan un impacto favorable en la trayectoria prevista de la deuda. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2016, la deuda en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado a la baja en todo el horizonte de proyección, debido a la mejora de las perspectivas presupuestarias y a una mayor contribución del diferencial entre tipos de interés y crecimiento a la reducción de la deuda. Con todo, las proyecciones señalan que las ratios de deuda de más de la mitad de los países de la zona del euro superarán el valor de referencia del 60 % del PIB al final del horizonte de proyección y se espera que, en algunos casos, de hecho aumenten durante este horizonte.

Es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en los países con niveles de deuda elevados. Estos países deben situar su 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. El cumplimiento íntegro del PEC garantizaría la corrección de los desequilibrios presupuestarios y que la deuda siga una trayectoria sostenible. En cambio, los países de la zona del euro con margen de maniobra fiscal pueden utilizarlo, por ejemplo, aumentando la inversión pública. La realización de esfuerzos para lograr una composición de los

⁵ La orientación presupuestaria refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación del saldo estructural primario, es decir, la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

presupuestos públicos más propicia al crecimiento beneficiaría a todos los países. En el recuadro 6 se presenta un análisis del concepto de margen fiscal.

El seguimiento, por parte de los países de la zona del euro, de las recomendaciones de la evaluación de sus proyectos de planes presupuestarios para 2017 ha sido insatisfactorio⁶. El 16 de noviembre, la

Comisión Europea, basándose en sus previsiones de otoño de 2016, concluyó que los proyectos de planes presupuestarios de ocho de los 18 Estados miembros que habían participado en la evaluación corrían el riesgo de incumplir las disposiciones del PEC. Estos países son Bélgica, Italia, Chipre, Lituania, Eslovenia y Finlandia, sujetos al componente preventivo del Pacto, y de España y Portugal, sometidos al componente corrector⁷. A mediados de enero de 2017, la Comisión revisó su evaluación de España con el fin de reflejar que el proyecto de plan presupuestario actualizado del Gobierno era conforme, en líneas generales, con las disposiciones del PEC. En las reuniones posteriores del Eurogrupo, los Gobiernos de los países en los que se consideró que existía riesgo de incumplimiento se comprometieron a adoptar las medidas necesarias para garantizar la observancia de las reglas fiscales de la UE. Sin embargo, según las previsiones de invierno de 2017 de la Comisión, ninguno de estos países ha aplicado medidas significativas para abordar las brechas de consolidación identificadas.

El 22 de febrero de 2017, la Comisión publicó su informe sobre el cumplimiento del criterio de deuda por parte de Italia, con la conclusión de que actualmente no se está cumpliendo este criterio⁸. En consonancia con las

prácticas seguidas en el pasado, el cumplimiento del componente preventivo del PEC podría constituir un factor atenuante en la evaluación del cumplimiento del valor de referencia de reducción de la deuda. Sin embargo, según las previsiones de invierno de 2017 de la Comisión, se considera que las finanzas públicas italianas corren el riesgo de desviarse sustancialmente de las exigencias del componente preventivo del PEC. Según el informe de la Comisión, sería esencial realizar un ajuste fiscal adicional equivalente al 0,2 % del PIB en 2017 para que Italia retome la senda de ajuste hacia el objetivo a medio plazo (OMP) este año. No obstante, teniendo en cuenta todas las disposiciones sobre flexibilidad pertinentes del PEC, dicho ajuste solo permitiría garantizar el cumplimiento de las exigencias del componente preventivo «en líneas generales» en 2017. Además, la Comisión prevé que la inversión pública haya disminuido ligeramente en Italia en 2016, mientras que, para que el país pueda acogerse a la «cláusula de inversión», el nivel de inversión debería, como mínimo, mantenerse. En primavera, la Comisión adoptará una decisión final acerca de si recomienda o no iniciar un PDE para Italia, basándose en los datos definitivos de 2016 y en sus previsiones de

⁶ Véase el recuadro titulado «La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2017 y la situación presupuestaria de la zona del euro en su conjunto», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2016.

⁷ Los planes presupuestarios de Lituania y Finlandia serán conformes, en líneas generales, con las disposiciones del PEC si se autoriza la reducción del ritmo de ajuste estructural exigido para la consecución de los OMP solicitada por estos países acogiéndose a las cláusulas de reformas estructurales y de inversión; en primavera, la Comisión reconsiderará la posibilidad de que ambos países se acojan a estas cláusulas basándose en sus programas de estabilidad.

⁸ Véase https://ec.europa.eu/info/publications/italy-report-prepared-accordance-article-126-3-treaty_en.

primavera de 2017, así como en el cumplimiento de los compromisos presupuestarios adquiridos por las autoridades italianas en febrero de 2017.

Es importante que las herramientas disponibles en el marco de gobernanza reforzado se apliquen con eficacia y de forma coherente en el tiempo y en los distintos países. Es fundamental que estas herramientas se utilicen según lo previsto para garantizar una situación presupuestaria sostenible en los países de la zona del euro. En particular, existe el riesgo de que el cumplimiento de la regla sobre la deuda quede relegado si, de hecho, se subordina al componente preventivo del PEC, lo que podría no dar la suficiente importancia a cuestiones relacionadas con la sostenibilidad de la deuda. En definitiva, la aplicación íntegra y coherente del PEC es esencial para la confianza en el marco fiscal europeo.

Además, el 22 de febrero de 2017, la Comisión también publicó su evaluación de la transposición del Pacto Fiscal (*Fiscal Compact*) al ordenamiento jurídico nacional⁹. El Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TECG) incluye como disposición principal la exigencia de introducir una regla de equilibrio presupuestario en la legislación nacional, el denominado «Pacto Fiscal»¹⁰. El TECG entró en vigor el 1 de enero de 2013, con un plazo de un año para su transposición a la legislación nacional (es decir, el 1 de enero de 2014). De conformidad con el artículo 8, apartado 1, del TECG, la Comisión informará oportunamente de la transposición del pacto fiscal al ordenamiento jurídico nacional. La evaluación de la Comisión, publicada el 22 de febrero de 2017, solo tiene en cuenta la transposición del Pacto Fiscal a la legislación y no su aplicación práctica. La Comisión concluyó que todas «las partes contratantes han adaptado significativamente sus marcos presupuestarios nacionales ateniéndose a los requisitos del Pacto Fiscal», sin perjuicio de las diferencias nacionales. En particular, se determinó que todas las partes contratantes habían establecido una regla de equilibrio presupuestario vinculante, que está respaldada por un mecanismo de corrección que se activará automáticamente en caso de que se produzcan desviaciones significativas con respecto al OMP o a la senda de ajuste hacia dicho objetivo. Asimismo, la Comisión confirmó que una autoridad fiscal independiente realiza un seguimiento del cumplimiento de la regla a escala nacional. Sin embargo, para un número significativo de países, la conclusión «conforme» de la evaluación de la Comisión está condicionada a la asunción de compromisos formales por las autoridades nacionales para aplicar las restantes disposiciones del Pacto Fiscal. Estas reservas se refieren, en particular, al fondo de la regla de equilibrio presupuestario, a la aplicación del «principio de cumplir o explicar» si los Gobiernos no siguen las recomendaciones de las autoridades de supervisión presupuestaria independientes, y a los procedimientos para la activación del mecanismo corrector. Dado que estos son aspectos esenciales del Pacto Fiscal,

⁹ El Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TECG) es un tratado intergubernamental que fue suscrito por 25 países, 22 de los cuales (es decir, los 19 países de la zona del euro, más Bulgaria, Dinamarca y Rumanía) están formalmente vinculados por el Pacto Presupuestario.

¹⁰ Véanse también el artículo titulado «A fiscal compact for a stronger economic and monetary union», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012, y el recuadro titulado «Elementos principales del pacto presupuestario», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.

queda por ver si la forma en que se ha establecido este pacto será satisfactoria y suficiente para que los marcos presupuestarios nacionales sean eficaces.

Recuadros

1 Evolución de los mercados financieros de las economías emergentes tras las elecciones presidenciales de Estados Unidos de 2016 comparada con la evolución observada durante el período de *tapering talk* de 2013

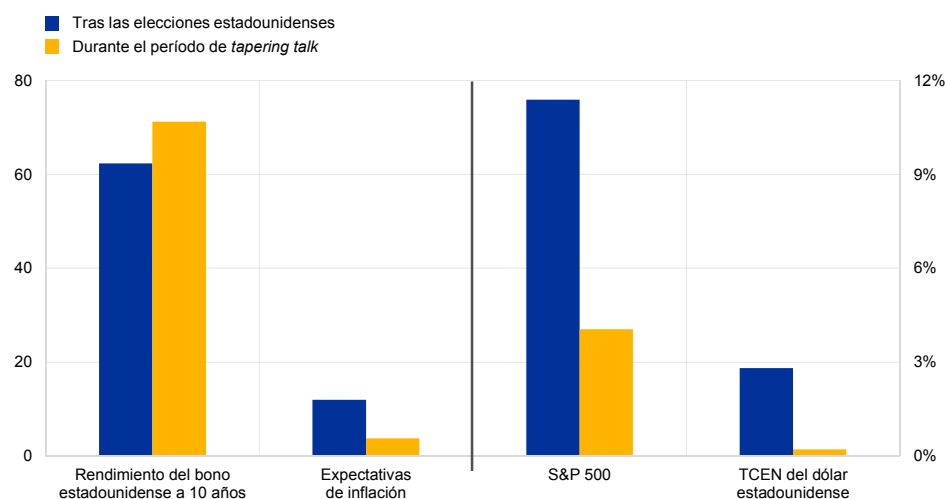
En este recuadro se compara la respuesta de los mercados financieros de Estados Unidos y de las economías emergentes desde las elecciones presidenciales estadounidenses de 2016 con la reacción durante el período de 2013 en que se habló de una posible reducción del ritmo de compras de activos (tapering talk), y se hace hincapié en los riesgos para las perspectivas de las economías emergentes que se derivan de las políticas de Estados Unidos.

En ambos períodos, las expectativas de una normalización más rápida de la política monetaria de Estados Unidos estuvieron relacionadas con movimientos significativos en los mercados financieros estadounidenses (véase gráfico A). En mayo de 2013, cuando el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, mencionó la posibilidad de comenzar a reducir gradualmente las compras de activos que se estaban llevando a cabo en el contexto del tercer programa de expansión cuantitativa (QE3, en sus siglas en inglés), se produjo un notable incremento del rendimiento de los bonos estadounidenses. Desde que se celebraron las elecciones presidenciales en Estados Unidos en 2016, el rendimiento de estos bonos ha registrado un aumento similar. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en 2013, los mercados bursátiles estadounidenses se han recuperado, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación de dicho país han mejorado y el dólar estadounidense se ha fortalecido. En los dos períodos, la curva de rendimientos se desplazó al alza en todos los plazos.

Gráfico A

Variaciones en los precios de las acciones, el rendimiento de los bonos, las expectativas de inflación y el tipo de cambio del dólar en Estados Unidos tras las elecciones presidenciales de 2016 comparadas con las observadas durante el período en que se especuló sobre una posible reducción del ritmo de compras de activos (*tapering talk*)

(porcentajes [lado derecho]; puntos básicos [lado izquierdo])



Fuentes: Bloomberg, Reserva Federal y cálculos del BCE.

Nota: «Expectativas de inflación» se refiere a la serie *US Inflation Compensation: Coupon Equivalent Forward Rate: 5-10 years* y el «TCEN del dólar estadounidense» es el tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense; «Tras las elecciones estadounidenses» se refiere a los cambios que se produjeron entre el 8 de noviembre de 2016 (la fecha de la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal) y el 3 de marzo de 2017. «Durante el período de *tapering talk*» se refiere a las variaciones observadas entre el 22 de mayo y el 19 de septiembre de 2013.

Ahora bien, las razones que explican en cada caso el aumento del rendimiento de los bonos estadounidenses parecen ser distintas. En el período actual, la

interacción de los precios de las acciones, el rendimiento de los bonos y el tipo de cambio del dólar en Estados Unidos sugiere que una perturbación de demanda positiva está estimulando el mercado de activos de dicho país. La subida de los precios de las acciones y la caída de los precios de los bonos, concretamente, parecen haber reflejado las expectativas del mercado de una posible adopción de medidas de estímulo fiscal. En cambio, después del período de 2013 en que se especuló sobre una posible reducción del ritmo de compras de activos, parece que el incremento del rendimiento de los bonos estadounidenses fue resultado de una perturbación de política monetaria, a saber: un cambio en las expectativas del mercado sobre la senda futura de la política monetaria.

Como consecuencia, la reacción de los mercados financieros de las economías emergentes en los últimos meses ha sido, en general, más moderada que durante el período de *tapering talk*.

En las semanas posteriores a las elecciones presidenciales estadounidenses, las monedas de las economías emergentes se depreciaron, los precios de los bonos se redujeron (es decir, aumentó el rendimiento) y los precios de las acciones experimentaron un acusado descenso. La caída inicial de los precios de las acciones y de los bonos en las economías emergentes ha revertido desde entonces —los precios de las acciones han aumentado incluso hasta niveles superiores a los existentes antes de las

elecciones— y las monedas de esas economías se han recuperado. Por el contrario, durante el período de *tapering talk* en que se especuló sobre una posible reducción del ritmo de compras de activos, el descenso de los tipos de cambio y de los precios de las acciones y de los bonos en las economías emergentes fue significativamente más persistente (véase gráfico B). De hecho, las ventas masivas registradas en mayo de 2013 marcaron el comienzo de una prolongada tendencia a la baja en los precios de los activos de las economías emergentes que continuó hasta principios de 2016.

Gráfico B

Variaciones en los precios de los activos financieros de las economías emergentes tras las elecciones de Estados Unidos de 2016 y durante el período de *tapering talk*



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

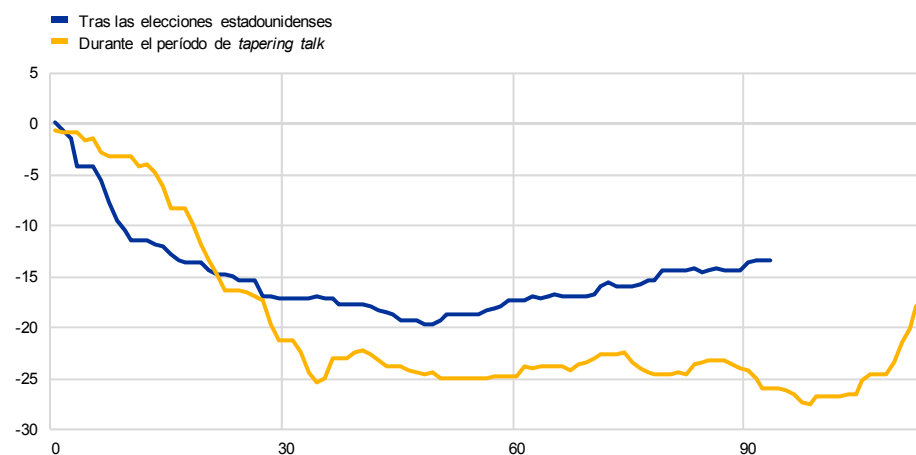
Notas: «Tipos de cambio» se refiere al índice de divisas de mercados emergentes (EMCI, en sus siglas en inglés) de JP Morgan ponderadas por el comercio. «Bonos» se refiere al índice de precios de los bonos de mercados emergentes (EMBI, en sus siglas en inglés) elaborado por JP Morgan para la deuda soberana denominada en dólares estadounidenses. «Acciones» se refiere al índice MSCI (*Morgan Stanley Capital International*) de mercados emergentes.

Las recientes salidas de capital de los mercados de renta fija y de renta variable de las economías emergentes han sido menores que las observadas en el período de *tapering talk*. Las salidas acumuladas de inversiones de cartera de las economías emergentes en el mes posterior a las elecciones estadounidenses ascendieron a 17 mm de dólares estadounidenses (según los datos del Institute of International Finance), cifra solo ligeramente inferior a las salidas que se produjeron en el mes posterior al comienzo del período de *tapering talk*, que alcanzaron los 21 mm de dólares estadounidenses (véase gráfico C). La evolución reciente se debe, en gran medida, a la desinversión extranjera en los mercados de renta fija de las economías emergentes, como consecuencia del pronunciado aumento observado en el rendimiento de los bonos estadounidenses. Sin embargo, a principios de este año, estas salidas de capital revirtieron, contribuyendo a estabilizar los mercados de activos de las economías emergentes. En ambos períodos, las salidas de inversiones de cartera de no residentes se recuperaron rápidamente y no se produjo un frenazo de capital o episodio de *sudden-stop*.

Gráfico C

Salidas de inversiones de cartera de no residentes de las economías emergentes tras las elecciones de Estados Unidos en 2016 y durante el período de *tapering talk*

(eje de abscisas: días desde el comienzo del período; flujos diarios acumulados en mm de dólares estadounidenses)



Fuentes: Institute of International Finance y cálculos del BCE.

Notas: «Tras las elecciones estadounidenses» se refiere a las variaciones acumuladas entre el 8 de noviembre de 2016 y el 9 de febrero de 2017, mientras que «Durante el período de *tapering talk*» se refiere a las variaciones acumuladas entre el 23 de mayo y el 13 de septiembre de 2013. Los flujos agregados se basan en ocho economías emergentes que publican información diaria sobre los pasivos en forma de inversiones de cartera: Indonesia, India, Corea, Tailandia, Sudáfrica, Brasil, Filipinas y Turquía.

Pese a la evolución generalmente favorable de los mercados financieros, siguen existiendo riesgos a la baja para la actividad de las economías emergentes, relacionados en particular con el posible aumento del proteccionismo dirigido a las principales economías emergentes, que sería perjudicial para el comercio mundial. En caso de aplicarse, las medidas proteccionistas podrían contrarrestar con creces las posibles ganancias derivadas de una mayor actividad en Estados Unidos y, en conjunto, serían un lastre para el crecimiento económico de las economías emergentes. Por ejemplo, la posibilidad de que aumente el proteccionismo ya ha contribuido a intensificar la incertidumbre sobre las perspectivas comerciales futuras de México con Estados Unidos y está afectando a las perspectivas de crecimiento del país. Además, las exportaciones de muchas economías emergentes suelen tener un elevado contenido importador. Dado que estas cadenas de suministro están estrechamente conectadas, el incremento de las barreras al comercio tendría importantes repercusiones y daría lugar a una espiral adversa a escala mundial.

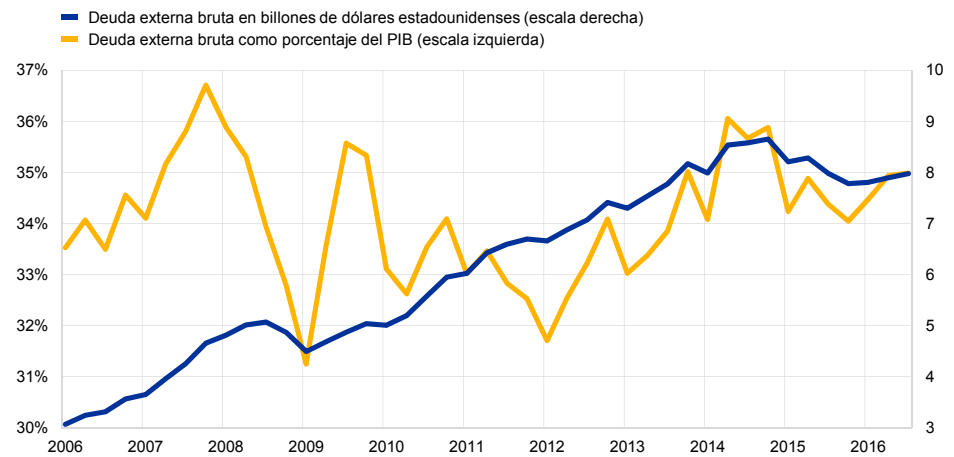
Asimismo, la acumulación de la deuda externa de las economías emergentes, unida al hecho de que las empresas y las entidades de crédito de esas economías prefieren la financiación en dólares estadounidenses, podría dejar a algunas de esas economías en una situación vulnerable. La deuda externa de muchas economías emergentes creció tras la crisis financiera global y ha seguido aumentando desde el episodio de inquietud en los mercados, conocido como *taper tantrum*, debido principalmente a unas condiciones financieras muy holgadas a escala mundial (véase gráfico D). A medida que se fortalece el dólar estadounidense y aumentan los tipos de interés en todo el mundo, la carga financiera se vuelve cada vez más onerosa. Asimismo, en los países donde se han intensificado las presiones

inflacionistas derivadas de la fuerte depreciación de sus monedas, es posible que los bancos centrales tengan que endurecer más la orientación de su política monetaria, lo que incrementaría nuevamente la carga financiera asociada al crédito denominado en moneda local. En conjunto, la ratio de carga financiera más elevada podría afectar a la actividad económica, con consecuencias negativas para el consumo y la inversión en las economías emergentes afectadas.

Gráfico D

Deuda externa bruta de las economías emergentes

(porcentajes del PIB, billones de dólares estadounidenses)



Fuentes: Banco Mundial y fuentes nacionales en el caso del PIB.

Nota: Esta serie es un agregado de 14 países (Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica, Corea, Turquía, Hong Kong, Malasia, Singapur y Tailandia).

Análisis de los flujos netos de inversiones de cartera de la zona del euro

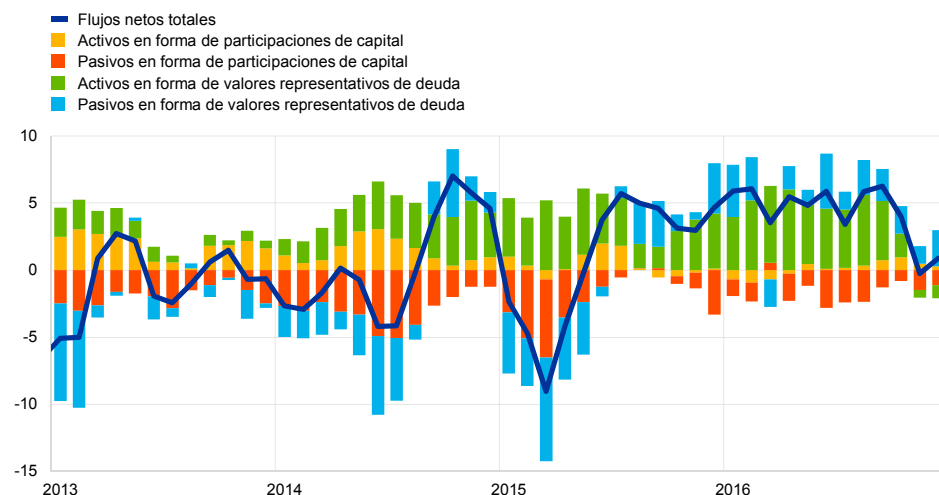
En este recuadro se analiza la evolución reciente de los flujos de inversiones de cartera de la cuenta financiera de la zona del euro. En 2016, el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se reflejó en la cuenta financiera de la balanza de pagos principalmente en forma de salidas netas de inversiones de cartera y, en menor medida, de inversiones directas.

En 2016, la zona del euro registró salidas netas de inversiones de cartera, que obedecieron a un reequilibrio hacia los valores de renta fija de fuera de la zona por parte de inversores residentes tanto en la zona del euro como fuera de ella (véase gráfico A). En el caso de los primeros, esto significó la continuación de la acusada preferencia por los valores representativos de deuda de fuera de la zona del euro que se había observado desde la segunda mitad de 2014. Las adquisiciones netas anuales de dichos valores por parte de inversores residentes en la zona del euro ascendieron a un total de 364 mm de euros en 2016, cifra solo ligeramente inferior al máximo histórico de 382 mm de euros registrado en 2015. Sin embargo, esto enmascara el hecho de que, en el cuarto trimestre de 2016, los inversores de la zona del euro se convirtieron en vendedores netos de valores de renta fija de fuera de la zona, hecho que no ocurría desde el segundo trimestre de 2012. Las ventas netas de estos valores alcanzaron un total de 26 mm de euros en dicho trimestre. Las inversiones netas en valores de renta variable de fuera de la zona del euro por parte de residentes en la zona se mantuvieron contenidas en 2016, en un importe de 12 mm de euros.

Gráfico A

Detalle de los flujos de inversiones de cartera de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; medias móviles de tres meses)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: En el caso de los activos, un valor positivo (negativo) indica compras (ventas) netas de valores de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona del euro. En los pasivos, un valor positivo (negativo) representa ventas (compras) netas de valores de la zona del euro por parte de inversores no residentes en la zona. En cuanto a los flujos netos, un valor positivo (negativo) indica salidas (entradas) netas de (a) la zona del euro. Las participaciones de capital incluyen las participaciones en fondos de inversión. La última observación corresponde a diciembre de 2016.

Los inversores no residentes en la zona del euro fueron vendedores netos de valores representativos de deuda de la zona en 2016, hecho que no se producía desde la introducción del euro. Sus ventas netas de estos títulos ascendieron a un total de 192 mm de euros en 2016, frente a adquisiciones netas por importe de 30 mm de euros en 2015. Este cambio fue consecuencia, en gran medida, de las ventas netas de valores de deuda pública (que ascendieron a 116 mm de euros y fueron reflejo, principalmente, de las ventas realizadas en el marco del programa de compras de valores públicos —PSPP—) y de las ventas netas de valores de renta fija emitidos por IFM de la zona del euro (por un total de 63 mm de euros). Por otra parte, los inversores no residentes en la zona del euro continuaron siendo compradores netos de participaciones de capital de la zona, aunque sus compras netas disminuyeron hasta situarse en 126 mm de euros en 2016, frente a los 268 mm de euros de 2015.

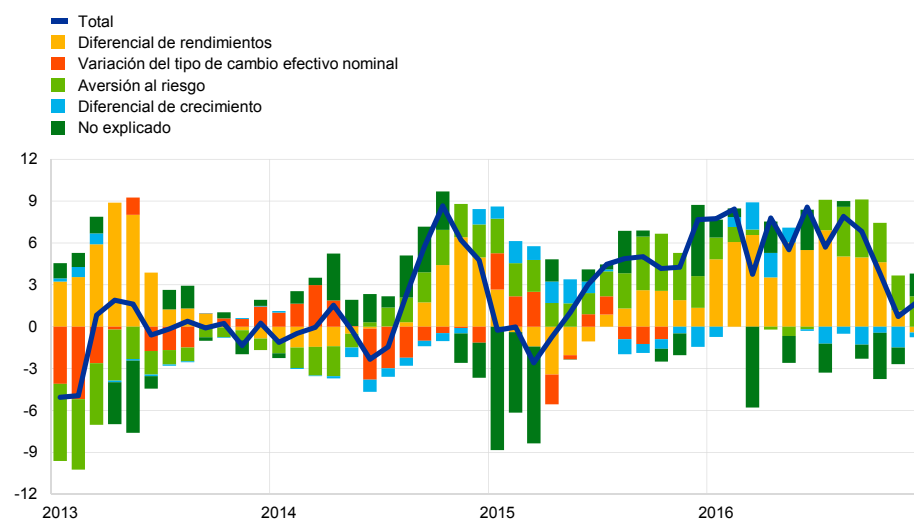
La persistencia de diferenciales de tipos de interés negativos frente a otras economías avanzadas fue un importante factor determinante de las salidas netas de inversiones de cartera en forma de valores representativos de deuda en 2016 (véase gráfico B). Un ejercicio empírico en el que se estima, a lo largo del tiempo, la magnitud de las contribuciones a la evolución de los flujos netos de las inversiones de cartera de la zona del euro materializadas en valores representativos de deuda de determinadas variables económicas y financieras sugiere que los diferenciales de tipos de interés desempeñaron un papel significativo en 2016¹¹. Por ejemplo, en 2016, el diferencial de rendimiento medio entre la deuda pública de la zona del euro ponderada por el PIB y la deuda pública de Estados Unidos fue de alrededor de -1 punto porcentual para los bonos a diez años y de -1,4 puntos porcentuales para los bonos a cinco años. Además, estas estimaciones indican que la aversión al riesgo de los inversores contribuyó en cierta medida a las salidas netas de inversiones de cartera en forma de valores representativos de deuda en el segundo semestre de 2016, lo que puede guardar relación con los aumentos temporales observados en los indicadores de tensión financiera tras el referéndum celebrado en el Reino Unido sobre su pertenencia a la UE en junio de 2016.

¹¹ Estas estimaciones de los factores determinantes, variables en el tiempo, de los flujos netos de inversiones de cartera de la zona del euro se basan en un modelo reducido con coeficientes de regresión que varían en el tiempo y que capta los cambios en el sentimiento del mercado y en las correlaciones condicionales entre las variables fundamentales y los flujos financieros. Estas variables fundamentales incluyen: i) el indicador sintético de tensión sistémica (CISS, en sus siglas en inglés) del BCE como variable aproximada del grado de aversión al riesgo entre los inversores; ii) el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro; iii) la diferencia entre la zona del euro y las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro en términos de crecimiento de la producción industrial, y iv) el diferencial de rendimiento entre la deuda pública de la zona del euro y la deuda pública de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona. El modelo se estima mensualmente aplicando el filtro de Kalman por máxima verosimilitud. Para más detalles, véase el recuadro 3 del artículo titulado «Flujos financieros transfronterizos en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2012.

Gráfico B

Estimaciones —basadas en modelos— de los factores determinantes de las salidas netas de inversiones de cartera en forma de valores representativos de deuda

(en porcentaje del PIB; medias móviles de tres meses; contribuciones de las variables)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Un valor positivo (negativo) indica salidas (entradas) netas de (a) la zona del euro 2016. Véanse los detalles de las variables en la nota a pie de página número 11 de este recuadro. La última observación corresponde a diciembre de 2016.

De conformidad con los datos disponibles para los tres primeros trimestres de 2016, las compras netas de valores representativos de deuda de fuera de la zona del euro por parte de residentes en la zona en dicho período fueron casi exclusivamente de instrumentos de deuda a largo plazo y, en gran medida, se trató de operaciones realizadas por «otras instituciones financieras». Este grupo —que incluye fondos de inversión y de pensiones, así como empresas de seguros— concentró alrededor del 74 % de las compras netas de instrumentos de deuda de fuera de la zona del euro realizadas por residentes en la zona en dicho período, correspondiendo a «otras entidades privadas»¹² el 14 % y a las IFM, excluido el Eurosistema, el 7 %. En torno al 40 % de las compras de esos valores fueron de títulos emitidos por Gobiernos no pertenecientes a la zona y el resto por IFM, otras instituciones financieras y otras entidades privadas no residentes en la zona del euro (aproximadamente, un 20 % cada una).

Las inversiones de cartera en forma de valores representativos de deuda de fuera de la zona del euro por parte de inversores residentes en la zona siguió concentrada en otras economías avanzadas en 2016 (véase gráfico C).

De acuerdo con la evidencia disponible para los tres primeros trimestres de 2016, el 46 % de las adquisiciones netas de valores de renta fija de fuera de la zona del euro por parte de inversores residentes en la zona en dicho período fueron valores emitidos por Estados Unidos, seguido de valores emitidos por el Reino Unido (17 %), otros Estados miembros de la UE (13 %) y Canadá (4 %). Las compras netas agregadas de valores representativos de deuda emitidos por

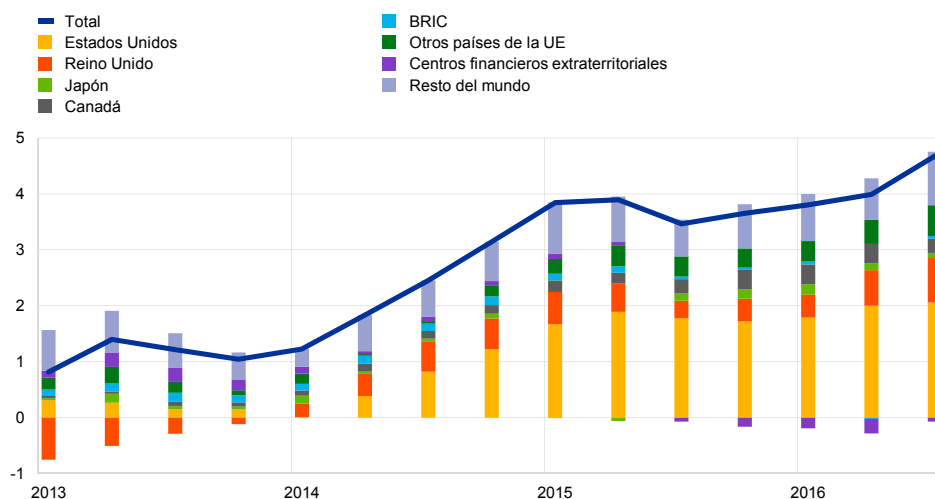
¹² Se incluyen las sociedades no financieras, los hogares y las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH).

Brasil, China, India y Rusia continuaron representando menos del 1 % de las adquisiciones netas totales.

Gráfico C

Desagregación geográfica de las compras netas de valores representativos de deuda de fuera de la zona del euro por parte de inversores residentes en la zona

(en porcentaje del PIB de la zona del euro; medias móviles de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat.

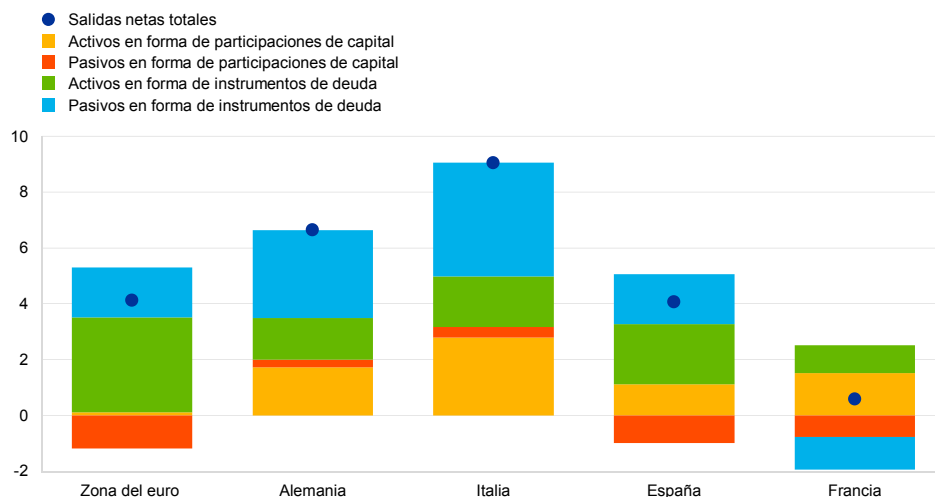
Notas: «BRIC» se refiere a Brasil, Rusia, la India y China; «Otros países de la UE» incluye los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excluido el Reino Unido. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2016.

Los datos por países muestran salidas netas de inversiones de cartera en los países de mayor tamaño de la zona del euro, que son el resultado de ventas netas de valores representativos de deuda del país por parte de inversores extranjeros y de adquisiciones netas de activos extranjeros por parte de inversores internos (véase gráfico D). El mayor volumen de ventas netas de valores de renta fija por parte de inversores de otros países se registró en Italia (4,1 % del PIB), seguida de Alemania (3,1 % del PIB) y España (1,8 % del PIB), mientras que los inversores extranjeros fueron compradores netos de valores de renta fija francesa (compras netas por un total del 1,2 % del PIB). España y Francia también registraron entradas netas de inversiones de cartera en forma de participaciones de capital realizadas por inversores extranjeros. A diferencia de lo mostrado en la cuenta financiera de la zona del euro, a nivel país se observaron intensos flujos netos transfronterizos de inversiones de cartera en forma de valores de renta variable, que pueden explicarse por los elevados flujos de capitales transfronterizos dentro de la zona del euro hacia los fondos de inversión —que están radicados fundamentalmente en centros financieros de la zona del euro—. En 2016, las entradas transfronterizas netas en fondos de inversión representaron el grueso de los flujos de inversiones de cartera en forma de participaciones de capital observados en los distintos países de la zona del euro, con Italia a la cabeza. Además, los inversores de Francia, Alemania, Italia y España fueron compradores netos de valores representativos de deuda extranjera en 2016, representando esas compras netas entre el 1 % y el 2 % del PIB.

Gráfico D

Detalle de los flujos netos de inversiones de cartera en 2016

(en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

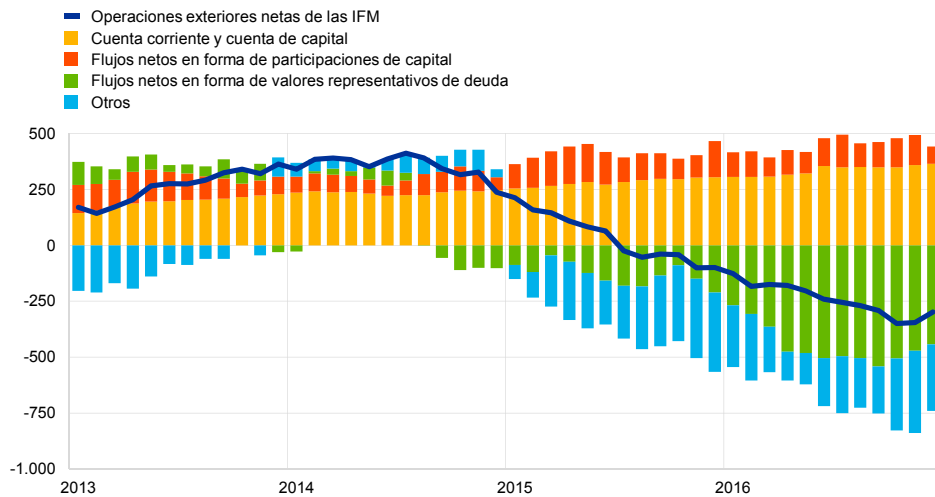
Notas: En el caso de los activos, un valor positivo (negativo) indica compras (ventas) netas de valores extranjeros por parte de inversores del país. En los pasivos, un valor positivo (negativo) representa ventas (compras) netas de valores del país por parte de inversores extranjeros. En cuanto a los flujos netos, un valor positivo (negativo) indica salidas (entradas) netas del (al) país correspondiente / la zona del euro. Las participaciones de capital incluyen las participaciones en fondos de inversión.

En el sector de instituciones distintas de IFM, los desplazamientos de las carteras en detrimento de los valores representativos de deuda de la zona del euro siguieron lastrando la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro en 2016 (véase gráfico E). Los flujos de inversiones de cartera de la zona del euro, excluido el sector de IFM, siguieron de cerca el patrón de la economía en su conjunto, como muestra el gráfico A. La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM refleja las transacciones comerciales y los flujos financieros del sector de instituciones distintas de IFM. Según se observa en la presentación monetaria de la balanza de pagos, las salidas netas de inversiones de cartera de este sector en forma de valores representativos de deuda tuvieron un impacto cada vez más negativo en el crecimiento anual de M3 de la zona del euro en 2016 a través de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM. En cambio, los activos exteriores netos de las IFM continuaron viéndose respaldados por las transacciones de instituciones distintas de IFM relacionadas con el superávit por cuenta corriente de la zona del euro y, en menor medida, por las entradas netas en forma de participaciones de capital.

Gráfico E

Presentación monetaria de la balanza de pagos

(mm de euros; sumas móviles de 12 meses de los flujos mensuales)



Fuente: BCE.

Notas: Un valor positivo (negativo) representa entradas (salidas) netas / aumento neto (disminución neta) en el saldo de activos exteriores netos de las IFM. Todas las operaciones de la balanza de pagos se refieren al sector de instituciones distintas de IFM. «Otros» incluye; flujos netos de inversiones directas, otras inversiones, operaciones en derivados financieros y discrepancias entre las estadísticas de la balanza de pagos y monetarias, así como errores y omisiones. La última observación corresponde a diciembre de 2016.

3 Impacto de las medidas no convencionales del BCE en las condiciones de financiación: evidencia reciente

Desde junio de 2014, el BCE ha adoptado una serie de medidas de política monetaria no convencionales para situar de nuevo las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. De entre ellas cabe mencionar las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), la reducción del tipo de la facilidad de depósito hasta niveles negativos y una ampliación del programa de compra de activos (APP) con el fin de adquirir diferentes activos privados y públicos con calificación de grado de inversión. Este conjunto de medidas ha sido respaldado por la orientación sobre el curso futuro de los tipos de interés oficiales del BCE (política de *forward guidance*), de los que se espera que se mantengan en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos, y sobre la adquisición de activos, que se prevé que continúe al ritmo actual «hasta el final de diciembre 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 compatible con su objetivo de inflación». En el contexto de su política de *forward guidance*, el BCE también ha reiterado su disposición a ampliar el volumen y/o la duración de las compras de activos en caso de que se observen unas perspectivas más desfavorables o unas condiciones financieras injustificadamente más restrictivas.

En este recuadro se examina la evidencia reciente relativa a la eficacia de estas medidas para apoyar las condiciones de financiación y la intermediación crediticia. La adopción de medidas de política monetaria no convencionales por los principales bancos centrales, así como sus efectos y los mecanismos a través de los que operan, ha sido objeto en los últimos años de numerosos trabajos de investigación por parte de la comunidad académica¹³. Este recuadro analiza algunas lecciones fundamentales para la zona del euro que se derivan de estos trabajos y se centra en el ajuste de precios en los mercados financieros y en el comportamiento del crédito bancario, que constituyen las primeras etapas esenciales del proceso de transmisión de la política monetaria¹⁴. El recuadro organiza la evidencia empírica de acuerdo con tres canales de transmisión estilizados, a saber: el canal de señalización, el canal de transmisión directa y el canal de recomposición de carteras.

A través del canal de señalización, las medidas no convencionales han puesto de manifiesto la intención del BCE de mantener los tipos de interés a corto plazo en niveles reducidos durante un período prolongado y han sostenido las

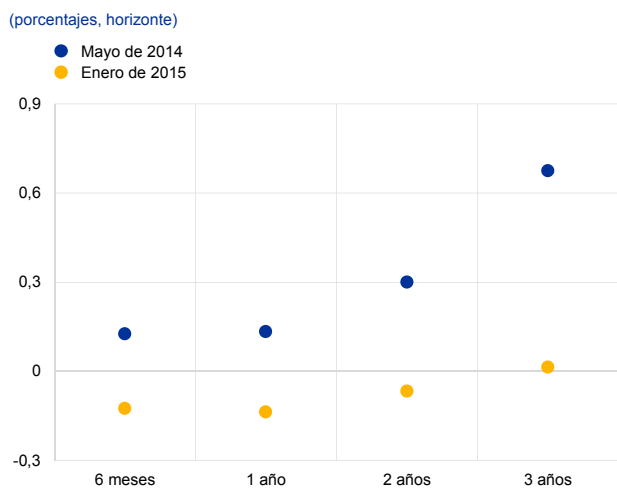
¹³ Para Estados Unidos, véanse, por ejemplo, A. Krishnamurthy y A. Vissing-Jorgensen, «The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates», *Brookings Papers on Economic Activity*, otoño de 2011, pp. 215-265, y J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache y B. Sack, «The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases», *International Journal of Central Banking*, vol. 7(1), 2011, pp. 3-43; para el Reino Unido, véase, M. A. S. Joyce, A. Lasasoa, I. Stevens y M. Tong, «The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom», *International Journal of Central Banking*, vol. 7(3), 2011, pp. 113-161.

¹⁴ Para un análisis exhaustivo de las medidas no convencionales del BCE, véase el artículo titulado «The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

expectativas de inflación. La reducción del tipo de la facilidad de depósito hasta niveles negativos ha sido un poderoso instrumento para señalar que los tipos de interés a corto plazo pueden mantenerse en niveles bajos, o recortarse aún más, durante un período más dilatado de lo que se hubiera podido esperar; este hecho ha reforzado el efecto del APP del BCE sobre toda la curva de rendimientos.

Gráfico A

Tipos *forward* del *swap* del eonia a tres meses



Fuente: BCE.

Una parte sustancial del descenso observado en la senda esperada de los tipos de interés a corto plazo puede atribuirse a las medidas de política monetaria no convencionales. El gráfico A compara dos conjuntos de tipos *forward* del *swap* del eonia a tres meses (que permiten aproximar las expectativas de mercado relativas a la evolución de los tipos de interés a corto plazo nominales)¹⁵. El primer conjunto se observó en mayo de 2014, es decir, justo antes de la puesta en marcha de las medidas no convencionales; el segundo conjunto se observó inmediatamente después de la reunión del Consejo de Gobierno de 22 de enero de 2015, en que se anunció el APP. En el período comprendido entre mayo de 2014 y enero de 2015, las expectativas de mercado relativas a los tipos de interés se revisaron marcadamente a la baja, como se refleja, por ejemplo, en el descenso de los tipos del *swap* del eonia a tres años, que cayeron en torno a 70 puntos

básicos. Además de las medidas de política monetaria, diversos factores han podido contribuir a estos cambios en las expectativas de mercado. Un método utilizado en la literatura para identificar la contribución de las medidas adoptadas por el BCE es examinar los cambios en los precios de los activos en torno a las fechas de anuncio de las medidas de política monetaria (enfoque que suele denominarse «metodología de estudio de eventos»)¹⁶. Este enfoque confirma que una parte sustancial del descenso observado en la senda esperada de los tipos de interés a corto plazo puede atribuirse a las medidas de política monetaria no convencionales¹⁷. Además, muestra que las medidas han tenido efectos de señalización en las expectativas de inflación, que han aumentado de forma acusada, en particular en torno a las fechas

¹⁵ En principio, cabe la posibilidad de que los tipos *forward* del *swap* del eonia no reflejen plenamente los tipos a corto plazo futuros esperados porque pueden incorporar un componente de prima por plazo. Dado que la atención se centra en los vencimientos a corto y medio plazo, esta consideración es algo menos relevante, ya que, para tales vencimientos, la compensación correspondiente al riesgo por plazo suele ser más contenida.

¹⁶ Como los mercados financieros tienen en cuenta el futuro, los precios de los activos responderán a las medidas de política monetaria cuando las expectativas acerca de estas medidas se forman y se revisan, especialmente alrededor de las fechas de anuncio de la política monetaria. Se han utilizado enfoques de estudio de eventos similares para evaluar las medidas de política monetaria adoptadas en Estados Unidos y Reino Unido. Para Estados Unidos, véase, por ejemplo, A. Krishnamurthy y A. Vissing-Jorgensen, *op. cit.*; y para el Reino Unido, véase, M. A. S. Joyce, A. Lasaosa, I. Stevens y M. Tong, *op. cit.*

¹⁷ El canal de señalización ha contribuido, asimismo, a reducir la incertidumbre en torno a los tipos de interés futuros. La menor volatilidad de los tipos de interés reduce la probabilidad de que se produzcan grandes fluctuaciones en el tipo de interés y también hace que los bonos con vencimientos más largos tengan menos riesgos y, por tanto, da lugar a un descenso de las primas por plazo.

de los distintos anuncios de APP¹⁸. Este reanclaje de las expectativas de inflación es fundamental para lograr un ajuste sostenido de la senda de inflación¹⁹.

A través del canal de transmisión directa, la política monetaria ha provocado una pronunciada relajación adicional en los segmentos de mercado a los que iban dirigidas las medidas no convencionales. Además de propiciar una relajación generalizada de las condiciones financieras, las medidas del BCE se han diseñado para mejorar directamente la manera en que el estímulo resultante se transmite a las condiciones de financiación de hogares y empresas. La eficacia de este canal es más evidente en el caso de las TLTRO, que llevan incorporados mecanismos incentivadores para asegurarse de que los favorables costes de financiación que ofrecen a las entidades de crédito se transmitan a los prestatarios últimos²⁰.

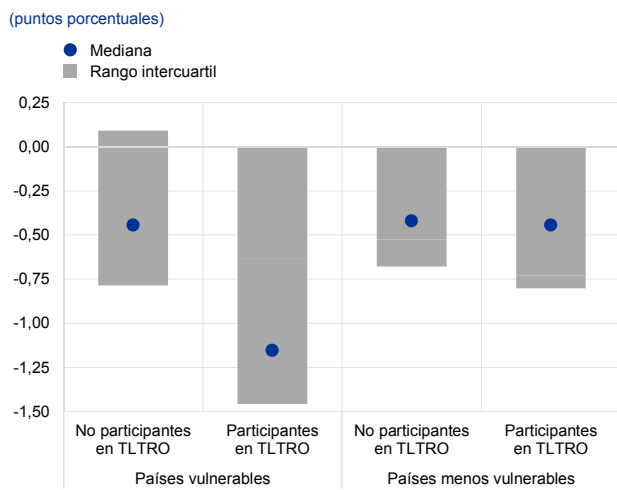
¹⁸ Por ejemplo, se ha observado que el anuncio del APP en enero de 2015 aumentó las expectativas de inflación en todos los vencimientos, con un impacto de entre 10 y 30 puntos básicos, para un vencimiento de cinco años, sobre las expectativas de inflación derivadas de los contratos de *swaps* de inflación. Véanse C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto, «Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area», *ECB Working Paper Series*, n.º 1864, BCE, 2015, y S. Ambler y F. Rumler, «The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy Announcements in the Euro Area: An Event and Econometric Study», *Oesterreichische Nationalbank Working Papers*, n.º 212, Oesterreichische Nationalbank, 2017.

¹⁹ Concretamente, una evaluación basada en modelos sugiere que este canal de reanclaje puede explicar un tercio del impacto del APP en la inflación. Véase P. Andrade, J. Breckenfelder, F. de Fiore y P. Karadi, «The ECB's asset purchase programme: an early assessment», *ECB Working Paper Series*, n.º 1956, BCE, 2016.

²⁰ Las TLTRO son operaciones con objetivo específico, ya que el importe que los bancos pueden tomar prestado está ligado a los préstamos que concedan a las sociedades no financieras y a los hogares. El mecanismo de incentivos de las TLTRO-II funciona a través de los efectos de precios: si los bancos participantes exceden su referencia cuantitativa específica para la creación de crédito, el tipo de interés de su TLTRO-II se reduce en relación con el coste de financiación estándar –que es igual al tipo de interés de la operación principal de financiación aplicable en el momento de la liquidación– y puede descender hasta un nivel tan bajo como el tipo de interés de la facilidad de depósito aplicable en el mismo momento.

Gráfico B

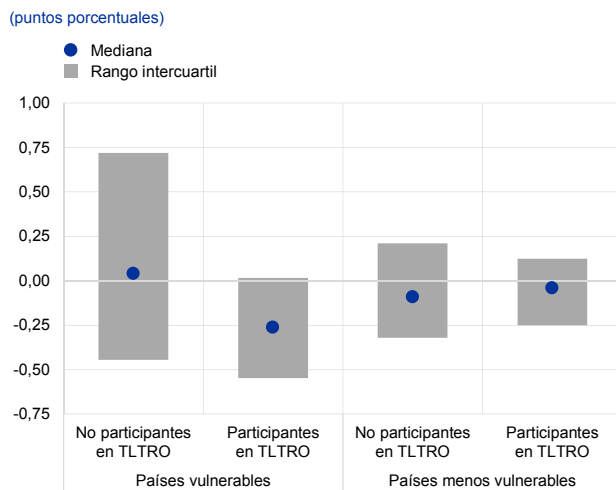
Variaciones de los tipos de interés de los préstamos a las sociedades no financieras: Operaciones TLTRO-I



Fuente: BCE.
Notas: El gráfico abarca el período comprendido entre junio de 2014 y julio de 2015. En los países «menos vulnerables», el grupo de «no participantes en TLTRO» incluye 10 entidades de crédito, y el grupo de «participantes en TLTRO», 49 entidades. En los países «vulnerables», el grupo de «no participantes en TLTRO» incluye 71 entidades de crédito, y el grupo de «participantes en TLTRO», 43 entidades.

Gráfico C

Variaciones de los tipos de interés de los préstamos a las sociedades no financieras: Operaciones TLTRO-II



Fuente: BCE.
Notas: El gráfico abarca el período comprendido entre marzo y diciembre de 2016. En los países «menos vulnerables», el grupo de «no participantes en TLTRO» incluye 24 entidades de crédito, y el grupo de «participantes en TLTRO», 47 entidades. En los países «vulnerables», el grupo de «no participantes en TLTRO» incluye 73 entidades de crédito, y el grupo de «participantes en TLTRO», 51 entidades.

Los gráficos B y C ofrecen evidencia de este canal utilizando información sobre los tipos de interés de los préstamos bancarios y el comportamiento de las entidades a la hora de demandar liquidez en las dos series de TLTRO. La evidencia sugiere que las entidades radicadas en países vulnerables que han participado en las TLTRO han reducido los tipos de interés de sus préstamos más que las entidades no participantes²¹, lo que ha contribuido a dirigir el estímulo monetario hacia los prestatarios del sector privado de la zona del euro, con mayor necesidad de una relajación monetaria.

Por último, a través del canal de recomposición de carteras, las medidas no convencionales del BCE han reducido las primas de riesgo en una amplia gama de clases de activos. Las compras de activos por los bancos centrales implican habitualmente la absorción de bonos a medio y largo plazo a cambio de reservas del banco central de «duración cero». Como resultado, los inversores tienen incentivos para recomponer sus carteras, invirtiendo en otros segmentos del mercado con mayor riesgo, al tiempo que aceptan una compensación más baja por asumir este riesgo. Ello se debe a que las compras de los bancos centrales liberan la capacidad de asunción de riesgos del sector privado y reducen los rendimientos ajustados por riesgo de los activos objeto de los programas de compra, induciendo con ello a los inversores a considerar inversiones alternativas. Para comprender mejor este canal, los gráficos D y E muestran las variaciones de los rendimientos de valores públicos en algunos países de la zona del euro durante la conferencia de

²¹ En este recuadro, el término «países vulnerables» se refiere a Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia, mientras que el término «países menos vulnerables» hace referencia a los restantes países pertenecientes a la zona del euro.

prensa del 22 de enero de 2015, cuando se anunció el APP²². Como predice la teoría, cuanto mayor sea el plazo hasta el vencimiento, más acusada será la caída de los rendimientos. Unas reacciones más amplias de los precios de los activos son también compatibles con la opinión de que las medidas del BCE han provocado una relajación de las condiciones financieras, evidente en la mejora de los mercados de valores de renta variable y en la caída de los rendimientos de los bonos corporativos en torno a este anuncio. Se puede argumentar que limitar el análisis a la reacción de los mercados el 22 de enero de 2015, cuando se hizo el anuncio oficial, no permite recoger la evidencia de que las comunicaciones del BCE que apuntaban al inicio inminente de un programa de compras empezaron a afectar a las expectativas del mercado ya desde septiembre de 2014. Cuando se tienen en cuenta estos efectos de anticipación, la respuesta de los precios de los activos es similar en términos cualitativos a la reacción que se produjo tras el anuncio del APP el 22 de enero de 2015; en términos cuantitativos, el APP explica la mayor parte del descenso observado en el rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro desde septiembre de 2014²³. Además, las primas de riesgo se han reducido en una amplia gama de clases de activos, lo que sugiere efectos de contagio a activos que no eran objeto del programa. En el caso de reajustes posteriores del APP, ha resultado cada vez más difícil identificar sus efectos a través de estudios de eventos, porque los participantes en los mercados han revisado gradualmente a lo largo del tiempo sus expectativas relativas a los paquetes de medidas de política monetaria sobre la base de un flujo continuo de publicaciones de datos económicos²⁴. Al mismo tiempo, los estudios disponibles que tratan de abordar este tema utilizando series temporales y variaciones de corte transversal de los precios de los activos y del volumen de activos adquiridos también confirman que las medidas del BCE explican la mayor parte del descenso observado en las primas de riesgo de largo plazo de la zona del euro desde septiembre de 2014²⁵.

²² Los gráficos D y E presentan las variaciones observadas en los rendimientos entre las 14.30 y las 16.00 (hora central europea) del 22 de enero de 2015, es decir, entre el inicio de la rueda de prensa e inmediatamente después de su conclusión.

²³ Gran parte del impacto atribuido al APP está relacionado con los «efectos de saldo», es decir, los cambios persistentes en los rendimientos asociados con la absorción de valores por los bancos centrales. Véanse, por ejemplo, C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto, *op. cit.*; S. T. Blattner, M. A. S. Joyce, «Net debt supply shocks in the euro area and the implications for QE», *ECB Working Paper Series*, n.º 1957, BCE, 2016; R. de Santis, «Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news», *ECB Working Paper Series*, n.º 1939, BCE, 2016; y R. S. J. Koijen, F. Koulischer, B. Nguyen y M. Yogo, «Quantitative easing in the euro area: The dynamics of risk exposure and the impact on asset prices», *Banque de France Working Papers*, n.º 601, Banque de France, 2016. Se constata que el impacto de la realización efectiva de las compras («efectos de flujo») también es significativo, aunque más limitado que los efectos de saldo. Véase F. Holm-Hadulla y R. de Santis, «Flow effects of ECB sovereign bond purchases: evidence from a natural experiment», *ECB Working Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

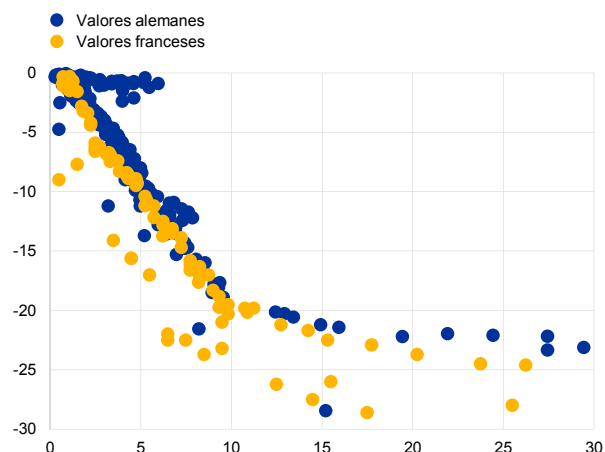
²⁴ Esto fue evidente, por ejemplo, en el contexto del reajuste más reciente de la orientación de la política monetaria del BCE en la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 8 de diciembre de 2016, anticipada en gran medida por el mercado, como confirma la información basada en encuestas.

²⁵ Véase, por ejemplo, S. T. Blattner y M. A. S. Joyce, *op. cit.*

Gráfico D

Variaciones en los rendimientos de los valores alemanes y franceses tras el anuncio del APP el 22 de enero de 2015

(puntos básicos, años hasta el vencimiento)

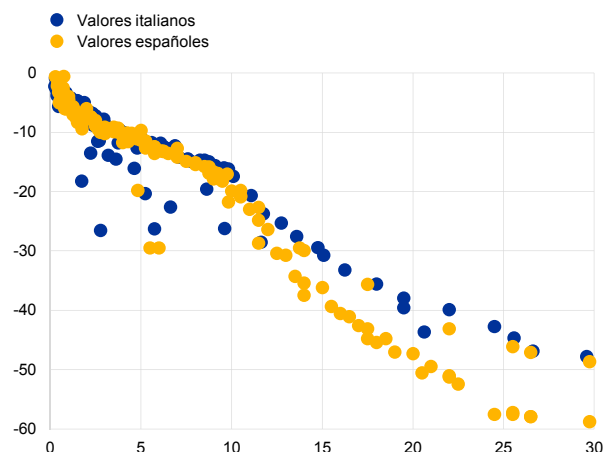


Fuente: Cálculos del BCE.

Gráfico E

Variaciones en los rendimientos de los valores italianos y españoles tras el anuncio del APP el 22 de enero de 2015

(puntos básicos, años hasta el vencimiento)



Fuente: Cálculos del BCE.

El canal de recomposición no solo ha afectado a los activos financieros sino que también ha proporcionado a los bancos incentivos para mejorar las condiciones de concesión de crédito aplicadas a hogares y sociedades no financieras. Una multitud de análisis empíricos pone de manifiesto que las diferentes medidas, que se han reforzado mutuamente, han afectado a las condiciones de concesión de préstamos bancarios²⁶. Por ejemplo, por el lado del pasivo, las TLTRO han supuesto una mejora, en términos de financiación, para los bancos que participan en las operaciones; al mismo tiempo, el APP y los recortes de los tipos de interés se han traducido en una reducción de los costes de financiación del sistema bancario en su conjunto. Por el lado del activo, los tipos de interés negativos aplicados al exceso de liquidez han reforzado los efectos de la recomposición de las carteras, debido a que el recargo implícito aplicado al exceso de reservas ha aumentado la velocidad de circulación de dicho exceso en el mercado monetario y, por tanto, ha mejorado el atractivo relativo para los bancos de conceder préstamos o mantener valores con un rendimiento más elevado. Al mismo tiempo, los patrones exactos de las mejoras resultantes en las condiciones de concesión de crédito han variado entre los diferentes tipos de entidades de crédito y los distintos países.

En el caso de entidades de crédito con mayor recurso a las TLTRO y con restricciones de balance más estrictas, las medidas se han transmitido

²⁶ Véanse, por ejemplo, U. Albertazzi, B. Becker y M. Boucinha, «Portfolio Rebalancing and the Transmission of Large-Scale Asset Programs: Evidence from the Euro Area», artículo presentado en *Monetary policy pass-through and credit markets – ECB conference 27-28 October 2016*, BCE, Fráncfort del Meno, 2016; C. Altavilla, F. Canova y M. Ciccarelli, «Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through», *ECB Working Paper Series*, n.º 1978, BCE, 2016; y J. Boeckx, M. de Sola Perea y G. Peersman, «The Transmission Mechanism of Credit Support Policies in the Euro Area», *Working Paper Research*, n.º 302, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, 2016.

habitualmente como una reducción de los tipos de interés de los préstamos.

Por ejemplo, las entidades radicadas en países vulnerables con altos niveles de participación en las TLTRO han respondido a las medidas de política monetaria fundamentalmente reduciendo los tipos de interés de los préstamos a las sociedades no financieras²⁷. En tales casos, el flujo de crédito solo se ha recuperado gradualmente, debido, entre otros factores, a una necesidad estructural de desapalancamiento y a una demanda cíclica débil en un entorno de lenta recuperación económica de los países vulnerables. La intensa transmisión a los tipos de interés de los préstamos en los países más fuertemente afectados por la crisis refleja en gran medida una normalización con respecto a los desajustes anteriores. También se ha traducido en una disminución de la dispersión de los tipos de interés de los préstamos bancarios y en una menor fragmentación en cuanto a las condiciones de financiación en los distintos países de la zona del euro²⁸.

En el caso de entidades de crédito con exceso de liquidez y con una demanda significativa de crédito, el estímulo ha resultado habitualmente en una mejora de los volúmenes de crédito. Como consecuencia de las medidas del BCE, las entidades de crédito radicadas en países en los que la recuperación económica se ha afianzado con más rapidez han reajustado sus carteras ampliando la oferta de crédito. En estos países, el impacto del coste de financiación es menos significativo que en las economías más vulnerables, posiblemente porque los diferenciales y las primas ya eran reducidos. Además, la situación relativamente sólida de los balances de las entidades en economías menos vulnerables ha permitido una expansión de los activos. Por último, la evidencia complementaria sugiere que los tipos oficiales negativos han aumentado los incentivos para recomponer las carteras, ya que se ha constatado que los incrementos de los volúmenes de crédito han sido especialmente significativos en el caso de bancos con elevados niveles de exceso de liquidez²⁹.

En conjunto, la evidencia confirma el «canal del crédito bancario» de la transmisión de la política monetaria, según el cual la situación de los balances de las entidades de crédito afecta a las condiciones del crédito bancario. La evidencia también muestra que la transmisión de las compras de activos en un sistema basado en bancos, como el de la zona del euro, no es más débil que en un sistema en el que los mercados de capitales ocupan un lugar central. Junto con los tipos de interés negativos y las operaciones de préstamo con objetivo específico (TLTRO), los estímulos monetarios del BCE se han traducido en mejoras tangibles de las condiciones de financiación para la economía real.

²⁷ Por ejemplo, a finales de diciembre de 2015, las medidas no convencionales habían contribuido en 40 puntos básicos al mantenimiento de los tipos de interés de los nuevos préstamos a empresas en niveles reducidos. Véase C. Altavilla, F. Canova y M. Ciccarelli, *op. cit.* Véase también U. Albertazzi, A. Nobili y F. Signoretti, «The Bank Lending Channel of Conventional and Unconventional Monetary Policy», *Banca d'Italia Working Papers*, n.º 1094, Banca d'Italia, 2016.

²⁸ Véase el artículo titulado «MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy», *Economic Bulletin*, BCE, número 1, 2017.

²⁹ S. Demiralp, J. Eisenschmidt y T. Vlassopoulos, «Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area», *ECB Working Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

4 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 26 de octubre de 2016 y el 24 de enero de 2017

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento de reservas de 2016, comprendidos entre el 26 de octubre y el 13 de diciembre de 2016 y entre el 14 de diciembre de 2016 y el 24 de enero de 2017, 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 21 de diciembre se liquidó la tercera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) de la segunda serie de TLTRO (TLTRO-II), por un importe de 62,2 mm de euros. La liquidez inyectada mediante esa operación fue compensada, en parte, con los reembolsos voluntarios de la segunda TLTRO-I, que ascendieron a 14,2 mm de euros. Esa inyección neta de liquidez de 48 mm de euros hizo que el saldo vivo total de los dos programas de operaciones TLTRO aumentara hasta los 545,7 mm de euros al final del período analizado. Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), estando previsto realizar adquisiciones por importe de 80 mm de euros, en promedio, al mes.

Necesidades de liquidez

En el período considerado, 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 993,2 mm de euros, lo que representa un incremento de 85,2 mm de euros con respecto al período anterior (es decir, el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de 2016). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles casi exclusivamente al aumento de 84,3 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra récord de 875,2 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron solo marginalmente (véase cuadro).

Cuadro

Situación de liquidez del Eurosistema

	26 de octubre de 2016 a 24 de enero de 2017		27 de julio a 25 de octubre de 2016		Octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento	
Pasivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)								
Factores autónomos de liquidez	1.944,8	(+28,1)	1.916,7	1.942,8	(-3,7)	1.946,5	(+8,1)	
Billetes en circulación	1.110,5	(+14,9)	1.095,5	1.119,1	(+16,1)	1.103,1	(+8,3)	
Depósitos de las AAPP	152,0	(+0,1)	151,9	143,0	(-16,6)	159,7	(-8,6)	
Otros factores autónomos	682,3	(+13,0)	669,3	680,6	(-3,2)	683,7	(+8,4)	
Instrumentos de política monetaria								
Cuentas corrientes	867,8	(+105,8)	762,0	919,0	(+95,2)	823,9	(+46,5)	
Exigencias de reservas mínimas	118,0	(+0,8)	117,2	118,8	(+1,4)	117,4	(-0,4)	
Facilidad de depósito	437,1	(+67,2)	369,9	434,4	(-4,9)	439,4	(+52,1)	
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	1.070,0	(-56,2)	1.126,2	1.042,1	(-51,8)	1.093,9	(-21,6)	
Activos exteriores netos	681,5	(-4,7)	686,3	674,7	(-12,8)	687,4	(-0,4)	
Activos netos denominados en euros	388,4	(-51,5)	439,9	367,4	(-39,1)	406,5	(-21,3)	
Instrumentos de política monetaria								
Operaciones de mercado abierto	2.179,9	(+257,2)	1.922,7	2.254,3	(+138,3)	2.116,0	(+128,1)	
Operaciones de subasta	563,2	(+29,7)	533,5	583,5	(+37,8)	545,8	(+4,9)	
OPF	34,3	(-6,4)	40,6	34,6	(+0,6)	34,0	(-3,4)	
OPFML a tres meses	13,3	(-6,1)	19,3	11,7	(-2,9)	14,6	(-3,1)	
Operaciones TLTRO-I	47,2	(-13,1)	60,3	40,8	(-11,8)	52,6	(-3,7)	
Operaciones TLTRO-II	468,5	(+55,2)	413,2	496,4	(+51,8)	444,6	(+15,1)	
Carteras en firme	1.616,7	(+227,4)	1.389,2	1.670,8	(+100,6)	1.570,2	(+123,2)	
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	13,1	(-2,8)	15,9	12,5	(-1,0)	13,5	(-1,7)	
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	7,0	(-0,4)	7,4	6,9	(-0,1)	7,0	(-0,2)	
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	202,7	(+11,2)	191,6	205,0	(+4,2)	200,8	(+6,1)	
Programa para los mercados de valores	102,2	(-4,9)	107,1	102,2	(-0,0)	102,2	(-3,2)	
Programa de compras de bonos de titulización de activos	22,4	(+1,9)	20,5	23,0	(+1,0)	21,9	(+1,2)	
Programa de compras de valores públicos	1.221,2	(+198,2)	1.023,0	1.268,6	(+88,0)	1.180,6	(+107,7)	
Programa de compras de bonos corporativos	48,0	(+24,2)	23,9	52,6	(+8,5)	44,1	(+13,3)	
Facilidad marginal de crédito	0,2	(+0,1)	0,1	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,1)	
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)								
Necesidades de liquidez agregadas	993,2	(+85,2)	908,0	1.019,9	(+49,5)	970,3	(+29,3)	
Factores autónomos ¹	875,2	(+84,3)	790,8	901,1	(+48,2)	852,9	(+29,6)	
Exceso de liquidez	1.186,7	(+172,0)	1.014,7	1.234,5	(+88,8)	1.145,7	(+98,9)	
Evolución de los tipos de interés (medias; porcentajes)								
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eonia	-0,350	(-0,008)	-0,342	-0,351	(-0,003)	-0,348	(-0,003)	

Fuente: BCE.

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

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

El incremento observado en los factores autónomos fue resultado, en gran medida, del aumento de los factores de absorción de liquidez. El factor que más contribuyó fue la demanda media de billetes, que se incrementó en 14,9 mm de euros, hasta alcanzar los 1.110,5 mm de euros, básicamente en consonancia con los patrones habituales al final del año. Otros factores autónomos también registraron, en promedio, un ascenso de 13 mm de euros, y se situaron en 682,3 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas se mantuvieron, en promedio, prácticamente invariables, y aumentaron solo 0,1 mm de euros, situándose en 152 mm de euros.

Los factores autónomos de inyección de liquidez disminuyeron durante el período considerado, como resultado del descenso continuado de los activos netos denominados en euros, combinado con una ligera caída de los activos exteriores netos. Los activos netos denominados en euros cayeron hasta situarse, en promedio, en 388,4 mm de euros, 51,5 mm de euros por debajo del período 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. Es probable que estas instituciones aumentaran sus tenencias como resultado de las escasas oportunidades de inversión en el mercado. Los activos exteriores netos disminuyeron, en promedio, 4,7 mm de euros, hasta situarse en 681,5 mm de euros.

La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada y apenas varió con respecto al período anterior. La volatilidad reflejó, principalmente, las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los activos netos denominados en euros.

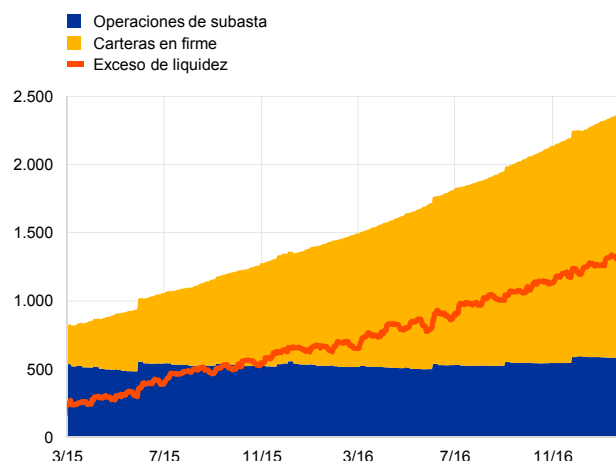
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado en las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y programas de compra de activos— se incrementó en 257,2 mm de euros, hasta situarse en 2.179,9 mm de euros (véase gráfico). Este aumento se debió, fundamentalmente, al programa ampliado de compra de activos del BCE.

Gráfico

Evolución de los instrumentos de política monetaria y exceso de liquidez

(mm de euros)



Fuente: BCE.

La liquidez media proporcionada en las operaciones de subasta se incrementó en 29,7 mm de euros, hasta situarse en 563,2 mm de euros. El

aumento de la liquidez inyectada con las TLTRO compensó con creces la disminución de la liquidez proporcionada mediante las operaciones regulares. La liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo, en promedio, en 6,4 mm de euros y 6,1 mm de euros, respectivamente, mientras que el saldo vivo de las TLTRO se incrementó, en promedio, en 42,1 mm de euros, debido principalmente al efecto neto de la liquidación de la tercera TLTRO-II y de los reembolsos anticipados voluntarios de la financiación obtenida en la segunda TLTRO-I.

La liquidez media proporcionada por el APP aumentó en 227,4 mm de euros, hasta situarse en 1.616,7 mm de euros, principalmente como consecuencia del programa de compras de valores

públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). La liquidez media proporcionada por el programa de compras de valores públicos, el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, el programa de compras de bonos de titulización de activos y el programa de compras de bonos corporativos se incrementó en 198,2 mm de euros, 11,2 mm de euros, 1,9 mm de euros y 24,2 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 un total de 8,1 mm de euros.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó en 172 mm de euros y se situó en 1.186,7 mm de euros en el período analizado (véase gráfico). En el séptimo período de mantenimiento, el exceso medio de liquidez se elevó en 98,9 mm de euros como consecuencia de la liquidez inyectada por el APP. El incremento más limitado de 88,8 mm de euros observado durante el octavo período de mantenimiento obedeció fundamentalmente a una disminución de los factores autónomos de inyección de liquidez, por valor de 51,8 mm de euros, que compensó en parte la liquidez proporcionada por el programa ampliado de compra de activos. Además, el ritmo de adquisición de activos en el marco de los programas de compras fue algo más lento en el octavo período de mantenimiento, debido al período navideño.

El aumento del exceso de liquidez se vio reflejado fundamentalmente en un incremento de 105,8 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, hasta situarse en 867,8 mm de euros en el período analizado. El recurso medio a la facilidad de depósito se incrementó en 67,2 mm de euros y se situó en 437,1 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés a un día del mercado monetario se mantuvieron próximos al tipo de la facilidad de depósito (y en algunos casos fueron inferiores), mientras que en el mercado de repos los tipos registraron mínimos históricos durante el período de final de año. 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 $-0,350\%$, marginalmente por debajo del nivel medio del $-0,342\%$ del período anterior. El eonia fluctuó dentro de una banda relativamente estrecha, con un máximo del $-0,329\%$ el último día de 2016 y un mínimo del $-0,356\%$. Asimismo, en el mercado de operaciones con garantías, los tipos repo medios a un día del mercado GC Pooling descendieron ligeramente, hasta situarse en el $-0,405\%$ y el $-0,399\%$ para las cestas estándar y ampliada de activos de garantía, respectivamente, lo que supone en ambos casos una disminución de 0,004 puntos porcentuales en relación con el período anterior.

Los principales tipos aplicados a los activos de garantía registraron mínimos históricos durante el período de final de año en un entorno de restricciones de oferta. Por ejemplo, el tipo repo (RepoFunds Rate) a un día de los activos de garantía de Alemania se situó en el $-4,9\%$ durante el período de final de año, mientras que el equivalente francés registró un $-5,3\%$. Si se comparan, el tipo de interés alemán mencionado se situó, en promedio, en el $-0,86\%$ durante todo el período considerado, mientras que el correspondiente a Francia registró un promedio del $-0,75\%$. A finales de año se observaron descensos más limitados en los tipos repo de Italia y España. Posteriormente, los tipos repo volvieron a los niveles observados en noviembre.

Desde el 8 de diciembre, los bancos centrales del Eurosistema pueden aceptar también efectivo como garantía en sus facilidades de préstamo de valores del PSPP sin necesidad de reinvertir el efectivo. Esta medida sirve de apoyo a la liquidez y al funcionamiento del mercado de repos de la zona del euro y contribuye a aliviar las posibles tensiones en el mercado relacionadas con los activos de garantía.

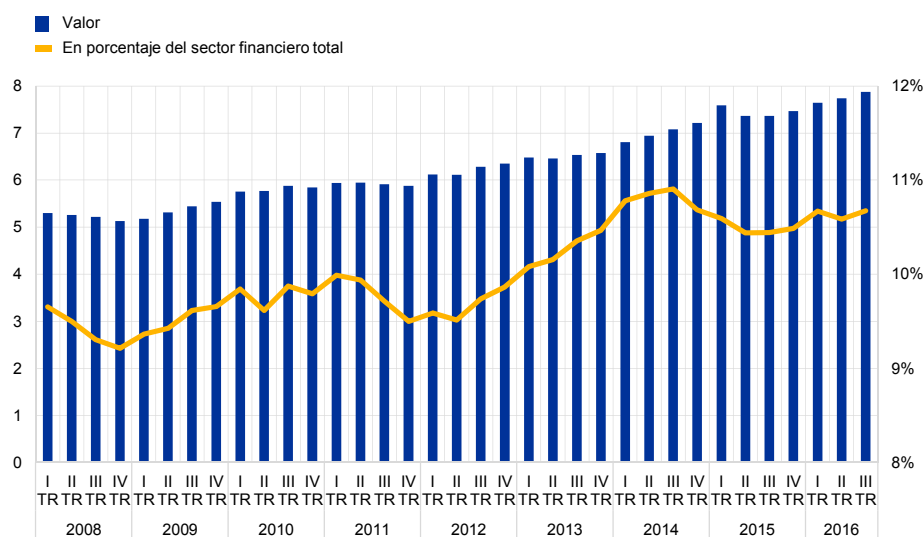
5 Nuevas estadísticas sobre empresas de seguros de la zona del euro

Las empresas de seguros constituyen un importante subsector dentro del sector financiero de la zona del euro, representando en el tercer trimestre de 2016 el 11 % de los activos totales del mismo. Este subsector ha crecido ininterrumpidamente en los últimos años y, en el tercer trimestre de 2016, sus activos totales ascendían a 7,9 billones de euros (lo que equivale al 74 % del PIB anual de la zona del euro), como se muestra en el gráfico siguiente.

Gráfico

Activos totales de las empresas de seguros de la zona del euro

(billones de euros, porcentaje)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

En febrero de 2017, el BCE publicó por primera vez estadísticas armonizadas sobre empresas de seguros. El conjunto de datos, agregados trimestralmente, incluye los activos y los pasivos de las empresas de seguros de la zona del euro desde el tercer trimestre de 2016. Estos datos (junto con el nuevo conjunto de datos de fondos de pensiones que se presenta por separado) mejoran la calidad, la cobertura y la granularidad de las estadísticas del BCE sobre el sector financiero de la zona. En esta etapa inicial, solo abarcan los saldos vivos, pero se prevé que en el futuro se introduzcan nuevas mejoras, como la inclusión de datos de operaciones, desagregaciones más detalladas y una publicación de la información más adelantada.

El conjunto de datos sobre las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro publicado por el BCE desde junio de 2011 hasta octubre de 2016 adolecía de ciertas limitaciones. En concreto, los datos no estaban armonizados para toda la zona del euro. Además, cuando no se disponía de datos a escala nacional, se estimaban. Tras la publicación de los datos correspondientes al segundo trimestre de 2016, dejaron de publicarse. Sin embargo, los usuarios de las estadísticas sobre empresas de seguros pueden relacionar los conjuntos de datos

antiguos y nuevos, ya que también se han publicado como estimaciones los datos sobre empresas de seguros correspondientes al tercer trimestre de 2016 elaborados según el marco anterior.

Las nuevas estadísticas sobre empresas de seguros mejoran el antiguo conjunto de datos en varios aspectos. El nuevo conjunto de datos presenta: i) conceptos armonizados que cumplen las normas estadísticas internacionales; ii) una cobertura completa de las empresas; iii) desagregaciones detalladas de los activos y los pasivos; iv) detalles por tipo de empresa (seguros de vida, no vida, multirramo y reaseguros), y v) una publicación de la información más adelantada.

Al diseñar el marco de recopilación estadística del nuevo conjunto de datos, el BCE ha realizado un esfuerzo conjunto para minimizar la carga informadora de las empresas de seguros integrando las exigencias europeas de información estadística y supervisora. De este modo, el marco de recopilación de datos estadísticos permite que la información estadística se derive, en gran medida, de los datos remitidos a efectos de supervisión de conformidad con el marco de Solvencia II de la UE. Muchas autoridades nacionales competentes han optado por recibir un único flujo de datos estadísticos y supervisores, basado en las plantillas de presentación de información preparadas por el BCE en estrecha colaboración con la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, en sus siglas en inglés), que consolidan las exigencias de información estadística y supervisora. La EIOPA ha establecido un marco técnico común, basado en la taxonomía XBRL (lenguaje extensible de intercambio de información financiera en formato electrónico o *eXtensible Business Reporting Language*), para facilitar la integración.

Aspectos conceptuales sobre la medición del margen de maniobra fiscal

Las recomendaciones de política presupuestaria a menudo hacen referencia al «margen fiscal» de los países. Por ejemplo, el 5 de diciembre de 2016, el Eurogrupo hizo hincapié en que «existen diferencias considerables entre los Estados miembros en términos de margen de maniobra presupuestario y necesidades de saneamiento presupuestario»³⁰. En consecuencia, las recomendaciones con frecuencia aluden a cómo se puede generar margen de maniobra fiscal, por ejemplo, mediante la aplicación de reformas estructurales que promuevan el crecimiento³¹.

Generalmente, el margen fiscal se refiere al margen de maniobra presupuestario del que disponen los Gobiernos al tiempo que se preserva la solidez de las finanzas públicas en su conjunto. Sin embargo, no existe un enfoque consensuado para medirlo, sino que las estimaciones del «margen fiscal» difieren en función del método o del modelo utilizado. Los distintos enfoques metodológicos que se han discutido en el debate político reciente pueden agruparse en tres categorías generales, dependiendo de si tienen en cuenta posibles limitaciones a las políticas fiscales derivadas de: i) los marcos presupuestarios existentes; ii) los riesgos para la sostenibilidad de la deuda, o iii) los denominados «límites de deuda», es decir, estimaciones de los ratios de deuda que, si superan un nivel, hace que se cuestione la capacidad de los Gobiernos para cumplir sus obligaciones de pago de la deuda³². En este recuadro se analizan y se valoran estos conceptos diferentes en el contexto del marco de gobernanza fiscal de la UE.

Por lo que respecta a la primera limitación, el margen fiscal de los Estados miembros de la UE se deriva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y de los marcos fiscales nacionales. Las disposiciones del PEC sirven de guía para que los países consigan unas situaciones presupuestarias sostenibles a medio plazo. Estas disposiciones se reflejan en los denominados «objetivos presupuestarios a medio plazo, OMP», que se definen en términos de saldos presupuestarios estructurales, es decir, corregidos por el impacto del ciclo económico y de medidas temporales. Los OMP son específicos para cada país, los fija el Gobierno y están condicionados al cumplimiento de unos valores de referencia mínimos que se calculan con arreglo a una metodología común³³. En este contexto, la medida más simple del margen fiscal en el PEC es la distancia que separa el saldo estructural de un país de su OMP. Según las previsiones de invierno de 2017 de la Comisión Europea, solo tres países de la zona del euro (Alemania, Luxemburgo y Países Bajos) superarán sus OMP en 2017 (véase cuadro).

³⁰ Véanse las principales conclusiones de la [reunión del Eurogrupo del 5 de diciembre de 2016](#).

³¹ Véase, por ejemplo, «[Priorities for structural reforms in G20 countries](#)», staff background paper for G20 surveillance note, FMI, Washington, 2016.

³² Para conocer otro método de clasificación de los enfoques existentes, véase «Using the fiscal levers to escape the low-growth trap», *Economic Outlook*, OCDE, noviembre de 2016.

³³ De conformidad con el PEC, los OMP se han establecido con tres objetivos: i) que los Estados miembros mantengan un margen de seguridad que les impida incumplir el valor de referencia del déficit del 3 %, fijado en el Tratado de Maastricht, durante las fases de desaceleración cíclica; ii) que la deuda de los Estados miembros sea sostenible, teniendo en cuenta el impacto económico y presupuestario del envejecimiento de la población, y iii) que los Estados miembros dispongan de un margen de maniobra presupuestario, en particular cuando se trata de preservar la inversión pública.

En el caso de los países que todavía no han alcanzado sus OMP, el PEC recomienda la realización de los esfuerzos necesarios para su consecución³⁴. Si se comparan con las recomendaciones específicas por país para 2017, se prevé que, en muchos países, los ajustes estructurales orientados a lograr unas situaciones presupuestarias sólidas no serán suficientes para cumplir los compromisos adquiridos en el PEC (véase cuadro). Por lo tanto, es probable que solo unos pocos países dispongan de margen fiscal —limitado— si se considera la exigencia de ajuste este año.

El marco fiscal de la UE es asimétrico. A los países que no cumplen las exigencias de ajuste se les insta a que intensifiquen los esfuerzos de consolidación. Además, en algunos países, los marcos fiscales nacionales pueden imponer ajustes de las finanzas públicas más exigentes que los fijados en el marco del PEC. Por el contrario, el PEC no establece que los países con margen de maniobra presupuestaria deban utilizarlo.

Cuadro

Indicadores del margen fiscal

	Saldo estructural (2017)	Objetivo presupuestario a medio plazo (OMP)	Ajuste estructural en 2017 (variación del saldo estructural en puntos porcentuales del PIB)	Compromiso de ajuste estructural con arreglo al PEC (en puntos porcentuales del PIB)*	Margen fiscal			
					Distancia al OMP	Brecha con respecto al compromiso de ajuste estructural	Criterio de deuda: distancia al valor de referencia (60 %)	Evaluación global de la sostenibilidad de la deuda por parte de la CE**
Componente preventivo del PEC								
Bélgica	-2,0	0,0	0,6	0,6	-2,0	0,0	46,5	ALTO
Alemania	0,4	-0,5	-0,3	-	0,9	0,0	5,5	BAJO
Estonia	-0,4	0,0	-0,7	-	-0,4	0,0	-49,9	BAJO
Irlanda	-1,4	-0,5	0,5	0,6	-0,9	-0,1	13,6	MEDIO
Italia	-2,0	0,0	-0,4	0,6	-2,0	-1,0	73,3	ALTO
Chipre	-0,7	0,0	-1,3	-0,6	-0,7	-0,7	43,2	ALTO
Letonia	-1,6	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	0,1	-23,5	BAJO
Lituania	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,4	-0,2	-16,5	BAJO
Luxemburgo	0,4	-0,5	-1,8	-	0,9	0,0	-36,9	BAJO
Malta	-0,7	0,0	0,7	0,6	-0,7	0,1	-2,0	BAJO
Países Bajos	0,0	-0,5	-0,1	-	0,5	0,0	0,2	BAJO
Austria	-0,8	-0,5	0,1	0,3	-0,3	-0,2	21,3	MEDIO
Eslovenia	-2,1	0,25	-0,2	0,6	-2,4	-0,8	18,9	ALTO
Eslovaquia	-1,3	-0,5	0,7	0,5	-0,8	0,2	-8,2	BAJO
Finlandia	-1,5	-0,5	-0,3	0,6	-1,0	-0,9	5,6	ALTO
Componente corrector del PEC								
España	-3,6	0,0	0,2	0,5	-3,6	-0,3	40,0	ALTO
Francia	-2,3	-0,4	0,2	0,9	-1,9	-0,7	36,7	ALTO
Portugal	-2,3	0,25	-0,1	0,6	-2,0	-0,7	68,9	ALTO

Fuentes: Previsiones de invierno de 2017 de la Comisión Europea e informe «Debt Sustainability Monitor 2016» (véase https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en).
 Notas: El cuadro no incluye a Grecia, que está sujeta a un programa de asistencia financiera. *Las exigencias de ajuste estructural se refieren a las que figuran en las recomendaciones específicas por país para 2017, que pueden ser menores si se ha concedido flexibilidad a los países para realizar reformas estructurales o inversiones públicas, entre otras medidas. En cambio, las exigencias son mayores para los países que, con arreglo al PEC, están obligados a respetar el valor de referencia de reducción de la deuda. Estas exigencias tratan de garantizar que se realizan avances suficientes en la reducción de los niveles elevados de deuda hacia el valor de referencia de la deuda, el 60 % del PIB. **Esta clasificación por categorías de riesgo se refiere a los riesgos identificados en el análisis de la sostenibilidad de la deuda «a medio plazo» de la Comisión. El marco de sostenibilidad de la Comisión incluye un análisis exhaustivo «a medio plazo» (horizonte de diez años) junto con el indicador «S1». La Comisión Europea utiliza otros dos indicadores para captar los riesgos: el indicador «S0» (para los riesgos a corto plazo) y el indicador «S2» (para los riesgos a —muy— largo plazo). En concreto, el indicador «S2» calcula el ajuste fiscal inicial necesario para estabilizar la deuda en relación con el PIB en un horizonte infinito, incluyendo la financiación de cualquier gasto adicional derivado del envejecimiento de la población.

³⁴ Para más detalles, véase el recuadro titulado «La eficacia del objetivo presupuestario a medio plazo como ancla de las políticas fiscales», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2015.

La disponibilidad de margen fiscal con arreglo a las normas fiscales de la UE también refleja las circunstancias económicas y de otro tipo.

Algunas disposiciones del PEC permiten expresamente que se tengan en cuenta la evolución cíclica y otros factores. Tras la publicación de la comunicación de la Comisión sobre flexibilidad en el marco fiscal de la UE en enero de 2015, las exigencias de ajuste con arreglo al componente preventivo del PEC han pasado a estar condicionadas a la brecha de producción. El ajuste hacia la consecución del OMP también puede efectuarse a un ritmo más lento si los países emprenden reformas estructurales o aumentan las inversiones³⁵. Por lo que respecta a las exigencias de reducción de la deuda, distintos factores relevantes, como una inflación y un crecimiento bajos, pueden reducir las necesidades de ajuste³⁶. Además, la «cláusula general de excepción», que hasta ahora nunca se ha aplicado, permite, en principio, que el ajuste fiscal se modifique en caso de que se produzca una desaceleración económica grave, siempre que la sostenibilidad de la deuda en el medio plazo no se vea amenazada.

En cuanto a la segunda limitación mencionada anteriormente, el margen fiscal disponible puede derivarse del análisis exhaustivo de sostenibilidad de la deuda.

No hay una medida única que indique si, en la práctica, la deuda es sostenible. El análisis exhaustivo de sostenibilidad de la deuda (DSA, en sus siglas en inglés) presenta la evolución prevista de la deuda y el nivel en el que la deuda se estabiliza en un escenario central (de referencia) y ante diversas perturbaciones de carácter adverso. Asimismo, el DSA tiene en cuenta otros indicadores relevantes, como las necesidades de financiación bruta de un gobierno, su marco fiscal, la estructura de vencimientos de la deuda pública, el margen de generación de pasivos contingentes, la calidad de las instituciones y los riesgos políticos³⁷. Habida cuenta de la necesidad de realizar proyecciones de la evolución de la deuda en horizontes a largo plazo, cualquier DSA es sensible a los supuestos utilizados. Según el último informe «Debt Sustainability Monitor³⁸» de la Comisión Europea, un número considerable de países afronta altos riesgos para la sostenibilidad de la deuda en el medio plazo (véase cuadro)³⁹. Por consiguiente, con arreglo a esta metodología, la mayoría de los países de la zona del euro disponen de un margen de maniobra presupuestario muy limitado o nulo. Como se muestra en el cuadro, los resultados obtenidos con este enfoque están estrechamente relacionados con los derivados del margen fiscal basado en la aplicación de las normas: por norma general, los países con alto riesgo para la sostenibilidad de la deuda son también aquellos

³⁵ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Flexibility within the Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2015.

³⁶ Véanse también los artículos «Government debt reduction strategies in the euro area», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016, y «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

³⁷ Véase, por ejemplo, O. Bouabdallah, C. Checherita-Westphal, T. Warmedinger, R. de Stefani, F. Drudi, R. Setzer y A. Westphal «Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework», BCE, Fráncfort, *Occasional Paper* de próxima publicación, BCE, 2017.

³⁸ Véanse https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en y el cuadro.

³⁹ De acuerdo con los resultados basados en el indicador «S0», ningún país de la zona del euro (UE) afronta riesgos altos a corto plazo, mientras que, según los resultados basados en el indicador «S2», solo uno presenta riesgos altos a (muy) largo plazo.

cuya ratio de deuda supera el valor de referencia (60 % del PIB) por el mayor margen y cuya situación presupuestaria estructural está más alejada del OMP⁴⁰.

Por lo que respecta a la tercera limitación, el concepto de margen fiscal en relación con los «límites de deuda» refleja el margen de maniobra presupuestario como la distancia entre la ratio de deuda actual y el nivel a partir del cual los países corren el riesgo de no cumplir sus obligaciones de pago de la deuda⁴¹.

La especificación de los límites de deuda está directamente vinculada a la capacidad del Gobierno para obtener ingresos, o se calibra de manera más general como el punto en el que se estima que el «cansancio político» impide la adopción de las medidas de consolidación necesarias para estabilizar la creciente deuda. Distintos enfoques modelizan las perturbaciones que supuestamente afectan a las economías, el historial de políticas presupuestarias de los Gobiernos y sus respuestas al aumento de la deuda. En general, habida cuenta de que varían de forma significativa en función de los supuestos utilizados, los resultados empíricos y basados en modelos relativos a los límites de deuda están sujetos a un grado elevado de incertidumbre, lo que plantea un interrogante sobre su aplicabilidad concreta a recomendaciones de política.

A efectos de la política presupuestaria, el margen fiscal basado en normas es muy importante para la planificación presupuestaria de los países de la zona del euro y está menos expuesto que otras medidas a revisiones extremas. Por lo tanto, justifica la necesidad de que las políticas fiscales de los países de la Unión Económica y Monetaria extremen la cautela. Al mismo tiempo, el análisis de los diferentes métodos utilizados para medir el margen fiscal señalan que este puede generarse con la ayuda de políticas adecuadamente diseñadas⁴², que van desde medidas de consolidación adicionales hasta una composición de las políticas presupuestarias que promueva el crecimiento, así como reformas estructurales para elevar el crecimiento del producto potencial. Todos los países de la zona del euro disponen de margen de maniobra a este respecto.

⁴⁰ En principio, un entorno de tipos de interés bajos aumenta el margen fiscal de un gobierno derivado de las disposiciones del PEC y de las limitaciones asociadas al nivel de deuda: la reducción de los pagos de intereses mejora los saldos estructurales y contribuye a la sostenibilidad de la deuda.

⁴¹ Véase, por ejemplo, A. R. Gosh, J. I. Kim, E. Mendoza, J. D. Ostry y M. Quereshi «Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies», *Economic Journal*, vol. 123, 2013. Otro enfoque consiste en calcular el nivel de deuda en estado estacionario, es decir, la ratio de deuda en relación con el PIB hacia la que una economía tiende a converger en el largo plazo. Se obtiene descontando los saldos primarios históricos por un diferencial positivo entre crecimiento y tipos de interés. Las estimaciones de una ratio de deuda sostenible realizadas con este método fluctúan entre el 62 % y el 74 % del PIB en la zona del euro.

⁴² Véase también el recuadro 3 en K. Bankowski y M. Ferdinandusse (2017), «Euro area fiscal stance», *ECB Occasional Paper Series*, n.º 182.

El Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de 2017 y las recomendaciones específicas por país de 2016

El 22 de febrero de 2017, la Comisión Europea publicó el paquete de invierno del Semestre Europeo, que incluye las conclusiones alcanzadas tras la aplicación del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico (PDM), así como una evaluación de los progresos en las reformas emprendidas en cada Estado miembro desde la adopción de las recomendaciones específicas por país correspondientes en julio de 2016.

Resultado de la evaluación del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de 2017 realizada por la Comisión Europea

El PDM, introducido en 2011, se encuentra ahora en su sexto año de aplicación. Este procedimiento trata de evitar la aparición de desequilibrios macroeconómicos perjudiciales en los países de la UE y de corregirlos cuando sean excesivos. Tras la revisión que se lleva a cabo en otoño de cada año a partir de un conjunto de indicadores, la Comisión realiza un examen exhaustivo de una selección de países (que se incluye en los informes anuales por países), con el fin de determinar la gravedad de los posibles desequilibrios. Si se constata la existencia de estos desequilibrios, el Estado miembro en cuestión recibe recomendaciones del Consejo de la Unión Europea —basadas en las recomendaciones de la Comisión Europea— dentro del componente preventivo del procedimiento. Si se considera que los desequilibrios son excesivos, puede iniciarse el procedimiento de desequilibrio excesivo a partir de una recomendación de la Comisión al Consejo⁴³. Con arreglo al componente corrector de este procedimiento, es necesario presentar un plan de acción correctiva para explicar cómo se hará frente a los desequilibrios excesivos. En caso de incumplimiento reiterado de la obligación de presentar un plan adecuado o si se incumple un plan aprobado, el Consejo puede imponer sanciones económicas al país de la zona del euro en cuestión.

En su evaluación, la Comisión Europea determinó que seis países registran desequilibrios excesivos: Bulgaria, Francia, Croacia, Italia, Chipre y Portugal (véase cuadro A). Desde 2015 se ha constatado la existencia de desequilibrios excesivos en todos estos países, excepto en Chipre, que se incorporó a la lista en 2016, tras salir de su programa de ajuste económico y financiero en marzo de ese año. Si se examina en retrospectiva un período más largo, el número de países que la Comisión considera que registran desequilibrios excesivos ha aumentado todos los años desde 2012 y no se ha estabilizado hasta este año (véase gráfico A). En cierta medida, esta tendencia se explica por los países que han concluido programas de ajuste económico y que, en consecuencia, se han reincorporado automáticamente a los procesos de vigilancia ordinarios de la UE. Aunque los programas de ajuste han contribuido a reducir los desequilibrios, en general, las

⁴³ Véase el considerando 22 del Reglamento (UE) n.º 1176/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos.

vulnerabilidades en estos países continúan siendo elevadas, y, por tanto, sigue siendo esencial realizar un estrecho seguimiento. Con todo, incluso teniendo en cuenta estas incorporaciones «automáticas», el número de países incluidos en la categoría «Desequilibrios excesivos» no ha disminuido. Esto parece estar en consonancia con el resultado de la evaluación de la aplicación de las recomendaciones específicas por país realizada en 2016 (véase más abajo), según el cual el ritmo de avance de las reformas continúa siendo lento, pese a los desafíos que afrontan estos países. Tan solo España y Eslovenia han conseguido abandonar la categoría «Desequilibrios excesivos», mientras que Italia ya lleva cuatro años en ella.

Cuadro A

Conclusiones de la Comisión Europea sobre el Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de 2017

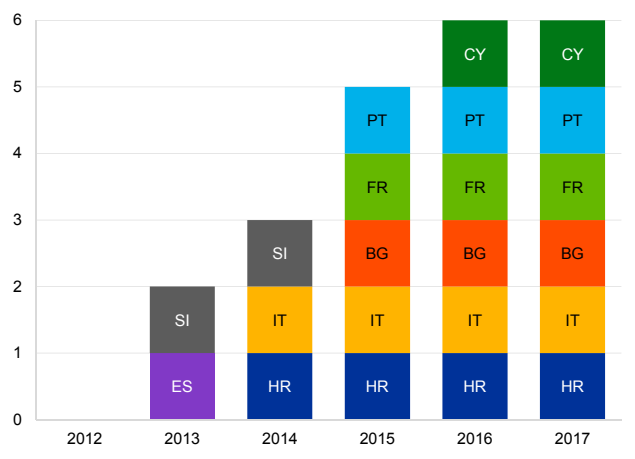
(1) Sin desequilibrios				(2) Desequilibrios		(3) Desequilibrios excesivos		(4) Desequilibrios excesivos y aplicación del componente corrector	
2016		2017		2016	2017	2016	2017	2016	2017
BE*	HU*	BE	HU	DE	DE	BG	BG	-	-
CZ	MT	CZ	MT	IE	IE	FR	FR		
DK	AT*	DK	AT	ES	ES	HR**	HR		
EE*	PL	EE	PL	NL	NL	IT	IT**		
LV	RO*	LV	RO	SI	SI	PT**	PT**		
LT	SK	LT	SK	FI		CY	CY**		
LU	UK*	LU	UK	SE	SE				
			FI*						

Fuente: Comisión Europea.

Notas: * Cada uno de estos países fue sometido a un examen exhaustivo en 2017. En el informe sobre el mecanismo de alerta —que constituye la primera etapa del PDM— se determinó que los demás países de la columna (1) no registraban desequilibrios. ** En el caso de Italia, Chipre y Portugal, la Comisión examinará específicamente si sus programas nacionales de reformas incluyen medidas suficientemente ambiciosas, y, si considera que es así, no recurrirá al componente corrector del PDM para ese país. En 2016 se aplicó este mismo enfoque a Croacia y Portugal.

Gráfico A

Incremento desde 2012 del número de países con desequilibrios excesivos



Fuente: Comisión Europea.

Notas: En este gráfico se muestran, para cada año, los países que la Comisión determinó que registraban «desequilibrios excesivos». Los países sujetos a un programa de ajuste económico se incorporan automáticamente al PDM tras la finalización del programa. En 2012 no se detectaron desequilibrios excesivos en ningún país.

Al igual que el año anterior, la Comisión ha vuelto a constatar la existencia de desequilibrios (aunque no excesivos) en Alemania, Irlanda, España, Países Bajos, Eslovenia y Suecia. En cambio, en el caso de Finlandia, la Comisión cerró el procedimiento tras concluir que este país no registra los desequilibrios detectados el año pasado, debido, entre otros motivos, a las enérgicas medidas aplicadas por el Gobierno para recuperar la competitividad.

Aunque puede observarse que el número de países sin desequilibrios aumentó en 2016, esto no significa que estos países deban cejar en sus esfuerzos por implementar reformas. La mayoría de los países de la zona del euro todavía están lejos de aplicar las mejores prácticas en términos de políticas para el buen funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos⁴⁴. Los estudios empíricos también apuntan a la existencia de un estrecho vínculo entre instituciones de más calidad, por un lado, y una

mayor capacidad de resistencia frente a perturbaciones y un crecimiento más elevado, por otro⁴⁵. Así pues, estos países precisan reformas adicionales para aumentar su capacidad de resistencia y su competitividad.

Pese a haber detectado desequilibrios excesivos en seis países, por el momento la Comisión Europea no propone activar el procedimiento de desequilibrio excesivo (es decir, el componente corrector del procedimiento).

Desde la creación de este procedimiento, el BCE ha considerado que los instrumentos que integran el PDM —incluido el componente corrector completo— han de utilizarse íntegramente en relación con aquellos países que presentan desequilibrios excesivos, a lo que también se instó de forma explícita en el «Informe de los cinco presidentes» de 2015⁴⁶. El uso de estos instrumentos no es deseable solo para mejorar las perspectivas económicas del país en cuestión, sino también para facilitar procesos de ajuste económico dentro de la zona del euro y para reducir las vulnerabilidades de la zona en su conjunto. Así pues, su utilización redundaría en beneficio de toda la zona del euro.

Aunque por ahora no haya activado el componente corrector, la Comisión ha anunciado que ha solicitado a tres de los países con desequilibrios excesivos (Italia, Chipre y Portugal) que propongan medidas especialmente ambiciosas en sus programas nacionales de reformas (que han de presentarse, a más tardar, en abril de 2017). En caso de que estos programas no incluyan las medidas requeridas, el procedimiento de desequilibrio excesivo podría abrirse en mayo. En

⁴⁴ «Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU», *Boletín Económico*, número 5, 2016.

⁴⁵ *Ibid.*

⁴⁶ J.-C. Juncker et al., «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea», junio de 2015.

cada país en el que haya detectado un desequilibrio o un desequilibrio excesivo, la Comisión realizará una misión de seguimiento específico acorde con su gravedad.

Evaluación de la aplicación de las recomendaciones específicas por país de 2016

En general, los Estados miembros no han adoptado medidas suficientes para aplicar reformas en respuesta a las recomendaciones específicas por país formuladas en 2016 (véase cuadro B). La Comisión Europea ha concluido que únicamente se han realizado «algunos» avances o avances «limitados» en la aplicación de la inmensa mayoría (más del 90 %) de las recomendaciones de reforma, mientras que solo en dos de las recomendaciones específicas (de unas 90) se han registrado avances importantes, y que ninguna se ha aplicado plenamente. Este tímido impulso reformista contrasta claramente con la conclusión de que el número de países con desequilibrios excesivos no ha disminuido. Pese a su mayor vulnerabilidad, los seis países en los que se detectaron desequilibrios excesivos el año pasado, excepto Francia, no alcanzaron, en promedio, tasas de implementación mucho mayores que el Estado miembro promedio de la UE. Este hecho resulta particularmente sorprendente en el caso de Portugal y de Croacia, ya que estos países se comprometieron a poner en marcha una ambiciosa agenda de reformas en 2016, por lo que la Comisión decidió no aplicar el procedimiento de desequilibrio excesivo.

Cuadro B

Evaluación de la aplicación de las recomendaciones específicas por país (REP) de 2016

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK	
REP 1*	Avances limitados	Algunos avances	Algunos avances	No evaluada	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances
REP 2	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances
REP 3	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances
REP 4	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances
REP 5	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances	Algunos avances
Categoría PDM 2017	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)

Fuente: Comisión Europea.

Notas: * En la evaluación de la REP 1 no se incluye el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que la Comisión evaluará en la primavera de 2017.

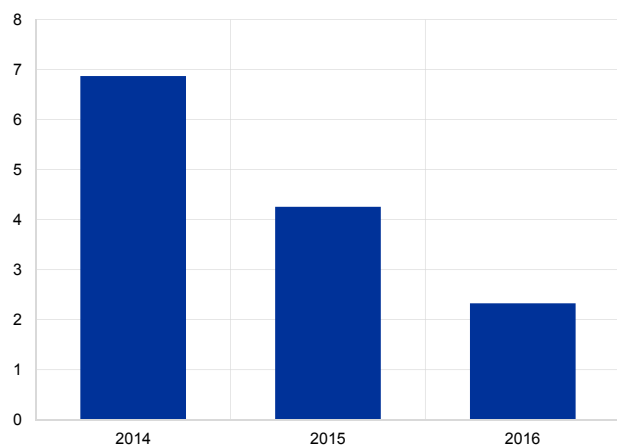
No se incluyó a Grecia (GR) en el Semestre Europeo de 2016 porque el país está sujeto a un programa de ajuste económico y, por tanto, no ha recibido ninguna REP. «Ningún avance»: El Estado miembro no ha anunciado ni adoptado de forma creíble medidas para seguir la REP. Esta categoría también es aplicable si un Estado miembro ha encargado a un grupo de estudio que evalúe las posibles medidas. «Avances limitados»: el Estado miembro ha anunciado la adopción de ciertas medidas, aunque estas solo tienen en cuenta la REP de forma limitada, y/o ha presentado actos legislativos ante el órgano ejecutivo o legislativo, pero estos no se han adoptado aún y se necesitan trabajos no legislativos adicionales sustanciales antes de poner en práctica la REP, y/o ha presentado actos no legislativos, sin que se les haya dado el seguimiento necesario, en términos de puesta en práctica, para seguir la REP. «Algunos avances»: el Estado miembro ha adoptado medidas que responden en parte a la REP y/o ha adoptado medidas que responden a la REP, pero aún son necesarios esfuerzos considerables para su pleno cumplimiento, dado que solo se ha aplicado un número reducido de las medidas adoptadas. «Avances importantes»: el Estado miembro ha adoptado medidas que están decididamente orientadas al cumplimiento de la REP y que se han aplicado en su mayoría. «Aplicadas plenamente»: el Estado miembro ha aplicado todas las medidas necesarias para seguir adecuadamente la REP. «No evaluada» se aplica a los casos en los que la REP 1 se refiere en su mayor parte o exclusivamente al marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (véase más arriba).

En el cuadro A se muestran las categorías del PDM de 2017.

Gráfico B

Disminución de la proporción de recomendaciones específicas por país aplicadas plenamente o con avances importantes en su aplicación

(porcentajes)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: El gráfico muestra la proporción de recomendaciones específicas por país consideradas conjuntamente (frente al detalle de los elementos que las conforman) que han sido aplicadas plenamente, o en cuya aplicación se han registrado avances importantes, en cada año (para una definición detallada de «aplicadas plenamente» y de «avances importantes», véanse las notas del cuadro B).

Si se analiza de forma retrospectiva la aplicación de las recomendaciones específicas por país durante los tres últimos años, se constata que los esfuerzos reformistas han continuado decayendo pese a que el número de recomendaciones ha disminuido. El año pasado, la Comisión concluyó que la mayoría de los países solo habían realizado «algunos avances» o avances «limitados» en la aplicación de las recomendaciones específicas formuladas en 2015. Este año, el número de casos en los que se han registrado «avances importantes» o en los que las recomendaciones han sido «aplicadas plenamente» es aún más bajo (véase gráfico B). La decisión de la Comisión de reducir significativamente el número de recomendaciones con respecto a 2015 para permitir que los Estados miembros centren su atención en cuestiones prioritarias clave de relevancia macroeconómica y social no se plasmó en un mayor esfuerzo reformista, como hubiera sido deseable.

En conjunto, los Estados miembros han aplicado un número proporcionalmente menor de

recomendaciones sobre políticas del mercado de productos que sobre políticas del mercado laboral. Según la evaluación de la Comisión, la aplicación de reformas del mercado de productos ha sido especialmente limitada si se compara con otras áreas de política económica (como las reformas del mercado laboral). Entre los ejemplos de recomendaciones específicas relacionadas con el mercado de productos figuran llamamientos para que los Estados miembros: i) reduzcan las barreras que impiden la entrada de nuevas empresas a las industrias en red (energía, transporte, comunicaciones, etc.); ii) faciliten el acceso al ejercicio a las profesiones con mayores barreras de entrada, y iii) mejoren sus marcos regulatorios para fomentar la competencia. La consecución de mejoras en todas estas áreas es clave para lograr un crecimiento más elevado de la productividad y promover la inversión.

Para acrecentar el impulso reformista es necesaria una utilización íntegra y eficaz de todos los instrumentos disponibles en el marco del PDM, incluido su componente corrector. La ralentización adicional observada en la aplicación de reformas contrasta claramente con la necesidad de hacer frente a las importantes vulnerabilidades que persisten en muchos países de la zona del euro y con la necesidad de aumentar la capacidad de resistencia. Los insatisfactorios resultados de los países a este respecto indican que los compromisos de política asumidos por los Estados miembros en sus programas nacionales de reformas y los reiterados llamamientos de la Comisión para que se adopten medidas decididas no son suficientes para evidenciar y hacer cumplir las reformas. Las herramientas disponibles en el contexto del componente corrector del PDM son adecuadas para contribuir a los esfuerzos de reforma, aumentando así la capacidad de resistencia de los países y mejorando el funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria.

Artículos

1 El impacto de la participación en cadenas globales de valor sobre los desequilibrios por cuenta corriente

La participación en cadenas globales de valor puede mejorar la competitividad de la economía y, por tanto, su balanza por cuenta corriente. Concretamente, la competitividad de una economía puede incrementarse como consecuencia de la sustitución de bienes intermedios importados por bienes producidos internamente. La mejora de la competitividad estimula las exportaciones de la economía y aumenta su renta. Si se espera que otras economías se equiparen finalmente en términos de competitividad participando también en cadenas globales de valor, la ventaja competitiva de la economía –y, por consiguiente, el incremento de la renta– será solo transitoria. Por consiguiente, parte de los aumentos de renta se ahorrarán, registrándose una mejora en la balanza por cuenta corriente de la economía. En este artículo se presenta evidencia empírica que sugiere que un crecimiento de la participación en las cadenas globales de valor en relación con el resto del mundo tiene un impacto positivo en la balanza por cuenta corriente de una economía. Los resultados de los modelos de regresión reducidos para la balanza por cuenta corriente utilizados de forma generalizada indican que las economías que participan en cadenas de valor en mayor medida que sus socios comerciales también arrojan superávits por cuenta corriente más abultados o déficit por cuenta corriente menores. Las diferencias en el grado de participación de los países en las cadenas globales de valor parecen explicar una fracción substancial de los superávits por cuenta corriente que se observaron en el período previo a la crisis financiera global.

1 Introducción

Una característica sobresaliente de la economía mundial en las últimas décadas ha sido la existencia de desequilibrios mundiales prolongados y persistentes. Por ejemplo, los años anteriores a la crisis financiera global estuvieron marcados por los considerables superávits registrados en algunas economías emergentes, países exportadores de materias primas y varias economías avanzadas, que se correspondieron con déficits, en particular en Estados Unidos. Varios estudios han mostrado que parte de estos desequilibrios mundiales pueden ser explicados por diferencias en la evolución de los mercados financieros de las distintas economías, en concreto por la falta de desarrollo financiero en las economías emergentes con superávits⁴⁷. Al mismo tiempo, continúa el debate sobre los factores que determinan los superávits por cuenta corriente prolongados y persistentes en

⁴⁷ Véanse, por ejemplo, B. S. Bernanke, *The global saving glut and the U.S. current account deficit*, discurso pronunciado en la Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Comité de Gobernadores de la Reserva Federal, 2005; R. Caballero, E. Farhi y P.-O. Gourinchas, «An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates», *American Economic Review*, vol. 98, número 1, 2008, pp. 358-393; o E. G. Mendoza, V. Quadrini y J.-V. Ríos-Rull, «Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances», *Journal of Political Economy*, vol. 117, n.º 3, 2009, pp. 371-416.

varias economías avanzadas. Es fundamental que los expertos del mundo académico y los responsables de las políticas entiendan los determinantes de los desequilibrios externos porque dichos determinantes desempeñan un papel importante en la transmisión de las perturbaciones internas y de las políticas a otros países en un mundo cada vez más integrado.

Otra característica destacada de la economía mundial durante las últimas décadas ha sido el aumento de las cadenas globales de valor. Diversos factores estimularon la creciente dispersión de las etapas de producción entre distintos países. La reducción de los costes de transporte en un entorno de considerables diferencias salariales entre las economías avanzadas y emergentes hizo rentable la internacionalización de las cadenas de producción. Además, los avances registrados en las tecnologías de la información y las comunicaciones posibilitaron la compleja coordinación a distancia de los procesos de producción⁴⁸. Un factor adicional fue la adopción de políticas de liberalización del comercio en las últimas décadas.

La fragmentación de las cadenas de producción entre distintos países se tradujo en un aumento continuo del porcentaje del comercio relacionado con los bienes intermedios. Este aumento siguió observándose al menos hasta el inicio de la crisis financiera global. El comercio de bienes intermedios y servicios representa ahora un porcentaje muy importante en el total de flujos comerciales de bienes y servicios⁴⁹. La dispersión regional de la investigación y desarrollo en que se basa el iPod, la fabricación y montaje de sus componentes, así como su venta y distribución en mercados locales, son un ejemplo muy conocido de fragmentación de las cadenas globales de valor⁵⁰.

Las cadenas globales de valor pueden tener efectos sobre un amplio abanico de resultados económicos. Varios estudios han arrojado luz sobre los efectos de estas cadenas documentando el aumento de la fragmentación de la producción entre países. A partir de nuevas tablas *input-output*, han desarrollado marcos para medir el comercio en valor añadido y la integración de las economías y de sectores concretos en las cadenas globales de valor⁵¹. Sobre esta base, otros estudios se han interesado por las implicaciones económicas de las cadenas de valor. Por

⁴⁸ Véanse, por ejemplo, D. Elms y P. Low. (eds.), *Global value chains in a changing world*, Secretaría de la OMS, 2013; R. Baldwin, «Global supply chains: why they emerged, why they matter, and where they are going», en D. Elms y P. Low (eds.), *Global value chains in a changing world*, Secretaría de la OMS, 2013, pp. 13-59; y Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), *World Investment Report 2013 – Global Value Chains: Investment and Trade for Development*, 2013.

⁴⁹ Una estimación es que los bienes intermedios representan el 56 % y el 73 %, respectivamente, del total de flujos comerciales de bienes y servicios; véase S. Miroudot, R. Lanz y A. Ragoussis, «Trade in Intermediate Goods and Services», *OECD Trade Policy Papers* 93, OECD Publishing, 2009.

⁵⁰ Véase J. Dedrick, K. Kraemer y G. Linden, «Who Profits from Innovation in Global Value Chains? A Study of the iPod and Notebook PCs», *Industrial and Corporate Change*, vol. 19, número 1, 2010, pp. 81-116.

⁵¹ Véanse, por ejemplo, D. Hummels, J. Ishii y K.-M. Yi, «The nature and growth of vertical specialization in world trade», *Journal of International Economics*, vol. 54, número 1, 2001, pp. 75-96; D. Trefler y S. C. Zhu, «The structure of factor content predictions», *Journal of International Economics*, vol. 82, número 2, noviembre de 2010, pp. 195-207; R. C. Johnson y G. Noguera, «Accounting for Intermediates: Production Sharing and Trade in Value Added», *Journal of International Economics*, vol. 86, número 2, 2012, pp. 224-236; o R. Koopman, Z. Wang y S.-J. Wei, «Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports», *American Economic Review*, vol. 104, n.º 2, 2014, pp. 459-494.

ejemplo, la participación en estas cadenas parece fomentar el crecimiento⁵², intensifica la propagación de la política monetaria entre países⁵³ y ocasiona que la distribución de la renta en una economía sea más desigual.

Este artículo examina el papel de las cadenas globales de valor en las balanzas por cuenta corriente desde una perspectiva global⁵⁴. Presenta evidencia empírica que sugiere que las economías que participan en las cadenas globales de valor en mayor medida que otras economías registran superávits por cuenta corriente más abultados o déficits por cuenta corriente menores. La evidencia también indica que el impacto de la participación en las cadenas globales de valor sobre las balanzas por cuenta corriente es económicamente significativo. Por ejemplo, aproximadamente un cuarto del importante déficit por cuenta corriente de Estados Unidos del período previo a la crisis financiera global que no puede ser explicado por otras variables fundamentales puede serlo por su limitada participación *relativa* en estas cadenas.

El resultado relativo a que la participación en las cadenas globales de valor mejora la balanza por cuenta corriente de una economía tiene importantes consecuencias para la política económica. En particular, supone que las persistentes desviaciones de una balanza por cuenta corriente equilibrada no son reflejo de distorsiones internas, como se suele argumentar, sino que, de hecho, maximizan el bienestar en un entorno de diferencias en la competitividad de las economías. Por consiguiente, las políticas encaminadas a reducir los desequilibrios mundiales deberían centrarse en medidas que faciliten la participación en las cadenas globales de valor. Por ejemplo, la adopción de políticas que favorezcan la innovación y reduzcan las barreras proteccionistas podrían ayudar a mejorar la competitividad de una economía al propiciar la participación en las cadenas globales de valor; del mismo modo, las iniciativas multilaterales cuyo objetivo sea la liberalización financiera y del comercio también podrían reducir los desequilibrios externos al fomentar la participación en estas cadenas.

El artículo se estructura como sigue: En la sección 2 se examina la evolución de los desequilibrios mundiales y la participación en las cadenas globales de valor en las últimas décadas; en la sección 3 se analiza el mecanismo a través del cual la participación en las cadenas globales de valor pueden afectar a la balanza por cuenta corriente de una economía; en la sección 4 se informa de los resultados de un análisis de datos de países que arroja luz sobre la importancia empírica de esta participación para las balanzas por cuenta corriente; y en la sección 5 se presentan las conclusiones.

⁵² Véase M. Saito, M. Ruta y J. Turunen, «Trade Interconnectedness: The World with Global Value Chains», *IMF Policy Paper*, agosto de 2013.

⁵³ Véase G. Georgiadis, «Determinants of global spillovers from US monetary policy», *Journal of International Money and Finance*, vol. 67, 2016, pp. 41-61.

⁵⁴ En este artículo no se investiga el impacto de la participación en las cadenas globales de valor sobre las balanzas por cuenta corriente de la zona del euro.

5 Conclusiones

La evidencia empírica sugiere que, además de fomentar el crecimiento, intensificar la propagación de las políticas nacionales entre países y modificar la distribución de la renta en una economía, la participación en las cadenas globales de valor mejora las balanzas por cuenta corriente.

En el contexto del reciente estancamiento del aumento de la participación en estas cadenas, es lógico preguntar si tendrá implicaciones para las balanzas por cuenta corriente globales. Sin embargo, conviene tener en cuenta que la participación de una economía en las cadenas globales de valor solo afecta a su balanza por cuenta corriente si dicha participación cambia en relación con la del resto del mundo. Como se ha puesto de manifiesto en la literatura reciente, el descenso observado en la fragmentación de la producción entre distintos países ha sido un fenómeno global y es improbable que afecte a las configuraciones por cuenta corriente mundiales.

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

2 Heterogeneidad empresarial y competitividad en la Unión Europea

Existe una gran heterogeneidad entre las empresas en términos de resultados económicos, incluso en sectores que se definen con un nivel muy alto de desagregación, tal como confirma la evidencia que se presenta en este artículo sobre varios países de la Unión Europea (UE). Esta heterogeneidad tiene importantes implicaciones para la competitividad de un país, entendida como su capacidad para exportar o, en términos más generales, como el crecimiento de la productividad agregada. En este artículo se analizan esas implicaciones y las consiguientes recomendaciones en materia de política económica para aumentar la competitividad en la UE. En lo que respecta al comercio exterior, solo un número relativamente reducido de empresas —las más grandes y productivas en un sector dado— tienen capacidad para exportar, lo que supone que el comportamiento agregado de las exportaciones de cada país depende fundamentalmente de la dinámica de esas empresas. A su vez, la participación en el comercio internacional afecta a la productividad de las empresas exportadoras e, indirectamente, a las no exportadoras, influyendo así en la evolución de la productividad agregada. Asimismo, dada la gran heterogeneidad empresarial, se puede impulsar sustancialmente el crecimiento de la productividad agregada con una mejor asignación del capital y del trabajo entre las empresas, y la evidencia sugiere que pueden obtenerse ganancias de productividad significativas si aumenta la eficiencia en la asignación de recursos dentro de los sectores. Sin embargo, en los últimos años algunos indicadores de asignación ineficiente del capital han mostrado una tendencia al alza en varios países de la UE, debido a la incertidumbre y a las fricciones en los mercados de factores de producción y de crédito.

1 Introducción

Debido a la mayor disponibilidad de datos individuales de las empresas, diversos estudios empíricos han documentado la existencia de una marcada heterogeneidad entre las empresas en lo que respecta a sus resultados. La literatura empírica basada en datos granulares muestra que las empresas son muy diferentes, por ejemplo, en tamaño, estructura de costes, beneficios y productividad, incluso dentro de sectores con un elevado nivel de desagregación⁵⁵. Lo mismo ocurre con los países de la UE, como confirma una base de datos creada recientemente por la red de investigación sobre competitividad (Competitiveness

⁵⁵ Para un análisis de la literatura, véanse E. J. Bartelsman y M. Doms, «Understanding Productivity: Lessons from Longitudinal Microdata», *Journal of Economic Literature*, vol. 38, 2000, pp. 569-594, y, más recientemente, C. Syverson, «What Determines Productivity?», *Journal of Economic Literature*, vol. 49, n.º 2, 2011, pp. 326-365.

Research Network o CompNet)⁵⁶. En los «antiguos» Estados miembros de la UE (es decir, los nueve países que ya se habían incorporado a la UE en 1995 y sobre los que se dispone de datos), las empresas más productivas en el decil superior son, en promedio, casi tres veces más productivas que las situadas en el decil inferior de la distribución de la productividad dentro de cada sector (véase gráfico 1)⁵⁷. Esta cifra es incluso más elevada en la mayoría de los diez «nuevos» Estados miembros de la UE para los que se dispone de datos⁵⁸. Además, la distribución de la productividad es asimétrica, ya que muestra una gran densidad de empresas de baja productividad y pocas empresas muy productivas. Aunque esta regularidad empírica se observa en todos los países y sectores, la forma de la distribución puede variar entre países, pues refleja sus características estructurales. Por ejemplo, la distribución de la productividad del sector manufacturero en Francia y en Alemania se caracteriza por una media más elevada y una cola derecha más gruesa que en países como España e Italia (véase gráfico 2).

La heterogeneidad empresarial tiene implicaciones para la evaluación global de la competitividad, que incluye el comercio y la productividad. En sentido amplio, la competitividad está relacionada con el entorno empresarial y el marco institucional que permiten que las empresas eficientes prosperen⁵⁹, favoreciendo de

⁵⁶ CompNet es una red de investigación creada originalmente en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) en 2012, que se dedica a analizar la competitividad desde una perspectiva multidimensional. Está compuesta por economistas del BCE/SEBC, de la Comisión Europea y de varias organizaciones europeas e internacionales, universidades, institutos de estadística y centros de investigación (*think tanks*). La base de datos CompNet se basa, principalmente, en datos administrativos procedentes de los registros de las empresas y proporciona información armonizada de los distintos países sobre los principales momentos de la distribución sectorial (por ejemplo: media, mediana, desviación típica, deciles de la distribución, etc.) para una serie de variables relacionadas con los resultados y la competitividad de las empresas. Para más información sobre esta base de datos de productividad elaborados según el enfoque de microdatos agregados, véanse P. López-García, F. di Mauro y el grupo de trabajo CompNet Task Force, «Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database», *Working Paper Series*, n.º 1764, BCE, 2015, así como A. Berthou, E. Dhyne, M. Bugamelli, A.-C. Cazacu, C.-V. Demian, P. Harasztosi, T. Lalinsky, J. Meriküll, F. Oropallo y A. C. Soares, «Assessing European firms' exports and productivity distributions: the CompNet trade module», *Working Paper Series*, n.º 1788, BCE, 2015, para datos relativos al comercio.

⁵⁷ En la mayoría de los casos, la evidencia sobre los resultados comerciales que se presenta en este artículo se refiere a 16 países de la UE: diez países de la zona del euro (Bélgica, Estonia, Francia, Italia, Letonia, Lituania, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia) y otros seis Estados miembros de la UE (República Checa, Dinamarca, Croacia, Hungría, Polonia y Rumanía). En los gráficos en que solo figuran indicadores de productividad también están incluidos Alemania, España y Austria. El uso de muestras de países (ligeramente) diferentes se señala en la nota del gráfico en cuestión. La información correspondiente a 2013 solo está disponible para 12 países, ya que no se dispone de datos sobre Lituania, Hungría, Rumanía y Eslovenia. En este artículo se consideran 54 sectores de dos dígitos de la economía de mercado no financiera, 23 de los cuales pertenecen a la industria manufacturera, según la clasificación NACE Rev. 2. Además, a lo largo de todo el artículo solo se tienen en cuenta los datos de CompNet relativos a empresas con más de 20 empleados. Esta muestra está ponderada por la población, lo que mejora la comparabilidad entre países, pero siguen existiendo algunos problemas para la comparación relacionados, por ejemplo, con los procedimientos de muestreo. Para una información detallada de la base de datos, véanse López-García *et al.*, *op. cit.*, y Berthou *et al.*, *op. cit.*

⁵⁸ Bartelsman *et al.* explican las diferencias de la dispersión intrasectorial de la productividad entre países de Europa Central y Oriental y Europa Occidental con el hecho de que, durante los primeros años de la transición, las empresas de baja productividad fueron capaces de sobrevivir en el mercado y coexistir con nuevas empresas mucho más productivas creadas en el sector privado (véase E. Bartelsman, J. Haltiwanger y S. Scarpetta, «Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocation and Selection», *The American Economic Review*, vol. 103, n.º 1, 2013, pp. 305-334).

⁵⁹ Véase, por ejemplo, la definición que se ofrece en el «Informe de los cinco presidentes» titulado *Realizar la Unión Económica y Monetaria europea*, Comisión Europea, junio de 2015, p. 9: «En definitiva, una economía competitiva es aquella en la que las instituciones y las políticas aplicadas permiten prosperar a las empresas productivas».

este modo el comercio y la productividad. La existencia de un grado significativo de heterogeneidad entre las empresas tiene implicaciones importantes para la evaluación de la competitividad en las dos dimensiones mencionadas.

Por lo que respecta al comercio, la literatura empírica y la teórica señalan una relación bidireccional entre la productividad y el comercio internacional a nivel de empresa. En consonancia con la evidencia empírica basada en datos granulares, la literatura teórica más reciente sobre comercio internacional sugiere que las empresas exportadoras son las más productivas de una economía⁶⁰. Asimismo, aparte de los beneficios tradicionales derivados del comercio, tanto los modelos como los análisis empíricos muestran que la liberalización del comercio puede, a su vez, estimular la productividad agregada al reasignar los recursos a empresas exportadoras más productivas.

La heterogeneidad empresarial también repercute en el crecimiento de la productividad agregada. Cuando existe heterogeneidad entre las empresas, la evolución de la productividad agregada depende asimismo de la eficiencia con la que se asignan los factores de producción entre las empresas como resultado de dos dinámicas fundamentales: i) la creación y destrucción de empresas, y ii) su expansión y contracción. La reasignación de factores aumenta la productividad cuando, como consecuencia de estas dinámicas, los recursos se transfieren de las empresas menos productivas a las más productivas. No obstante, limitaciones tales como las fricciones de crédito o las rigideces estructurales pueden deteriorar la eficiencia del proceso de asignación.

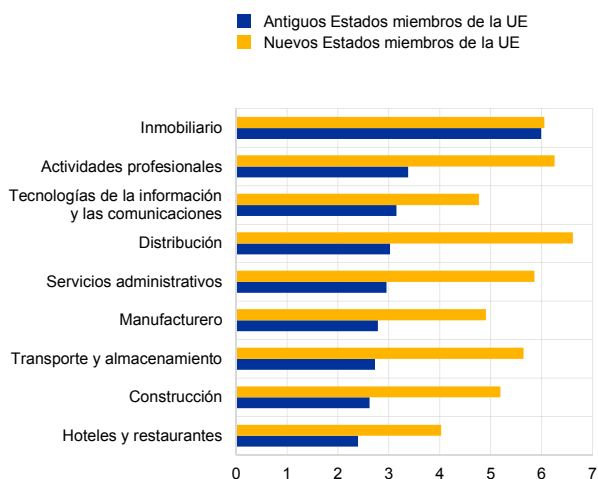
Este artículo tiene por objeto hacer balance de las implicaciones de la heterogeneidad empresarial para la competitividad en la UE. El artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se examina la relación entre la productividad de las empresas y el comercio desde un punto de vista empírico. En el recuadro 1 de esa sección se consideran los modelos de comercio teóricos de referencia en los que se basa el análisis empírico, mientras que en el recuadro 2 se evalúa el papel de la heterogeneidad empresarial en la reacción de las exportaciones agregadas ante variaciones de los tipos de cambio reales dentro de los países y entre ellos. La sección 3 se centra en la eficiencia con la que se asignan el capital y el trabajo entre las empresas en un sector dado, que constituye un determinante importante del crecimiento de la productividad. En la sección 4 se presentan como conclusión algunas implicaciones en materia de política económica.

⁶⁰ No debe olvidarse que esta literatura surge a partir de la contribución de economistas como Joseph Schumpeter, que ya en los años treinta tuvo en cuenta en su trabajo la evolución dinámica de agentes económicos heterogéneos (véase, por ejemplo, J. A. Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1934).

Gráfico 1

Dispersión de la productividad de las empresas dentro de los sectores en 19 países de la UE

(ratio del nivel de productividad del trabajo de las empresas situadas en los deciles superior e inferior a nivel de dos dígitos, agregada posteriormente para cada sector; medias de los países en el período 2001-2013)

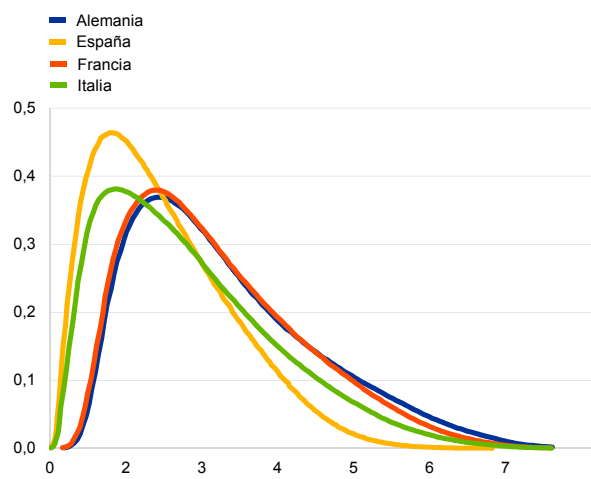


Fuente: Cálculos de los expertos del BCE basados en datos de CompNet.
Notas: Los antiguos Estados miembros de la UE incluidos en el gráfico son: Bélgica, Dinamarca, Alemania, España, Francia, Italia, Austria, Portugal y Finlandia. Los nuevos Estados miembros de la UE considerados aquí son: República Checa, Estonia, Croacia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Eslovenia y Eslovaquia. Las ratios de cada sector se obtienen agregando los datos a nivel de dos dígitos utilizando como ponderación los porcentajes de valor añadido. Medias no ponderadas de países y años. La información correspondiente a 2013 solo está disponible para 12 países, ya que no se dispone de datos sobre Alemania, Lituania, Hungría, Austria, Portugal, Rumanía y Eslovenia.

Gráfico 2

La distribución de la productividad de las empresas en el sector manufacturero de los cuatro principales países de la zona del euro.

(kernel de la productividad del trabajo, normalizado al PIB per cápita de los países; en decenas de miles de euros; sector manufacturero; media del período 2006-2012)



Fuentes: Cálculos de los expertos del BCE basados en datos de CompNet, datos de Eurostat y de AFID Panel (datos oficiales de empresas de Alemania) del Instituto Federal de Estadística de Alemania.
Notas: Los niveles de productividad se normalizan de modo que la media de la distribución de la productividad sea igual al PIB per cápita procedente de Eurostat. Cabe señalar, no obstante, que la normalización con el PIB per cápita podría alterar el orden de los países por motivos no relacionados necesariamente con la productividad; por ejemplo, la composición del sector, el tamaño de la economía sumergida o patrones demográficos inusuales. Los datos correspondientes a Alemania se refieren a una muestra representativa estratificada de empresas manufactureras con más de 20 empleados. Debido a que los datos alemanes revisados están disponibles por categoría de tamaño, se calculó una media ponderada donde las ponderaciones son el número de empresas incluidas en una categoría de tamaño dada.

2 Implicaciones en materia de política económica

Una consecuencia fundamental de la heterogeneidad empresarial que se aborda en este artículo es que la competitividad agregada varía en función de la distribución de la productividad entre las empresas de cada economía.

Como, habitualmente, solo las empresas relativamente más productivas tienen capacidad para exportar, la densidad de empresas de alta productividad en cada sector de un país dado afecta a su comportamiento internacional. El comercio, a su vez, influye positivamente en el crecimiento de la productividad agregada en un círculo virtuoso; a la inversa, las restricciones sobre el comercio reducirían el crecimiento de la productividad como resultado de un crecimiento más débil de la productividad de las empresas individuales y de una asignación de recursos entre las empresas menos eficiente. La dispersión en la distribución de la productividad entre empresas también determina los aumentos de productividad agregada que se derivan de la reasignación del capital y del trabajo. En vista de esta evidencia, se

pueden identificar varias recomendaciones generales en materia de política económica que ayudarían a los países a mejorar su competitividad⁶¹.

En primer lugar, las medidas dirigidas a reducir los costes del comercio aumentan el alcance de las actividades relacionadas con la exportación y la capacidad de las empresas de moverse entre mercados nacionales e internacionales. Esto significa, entre otras cosas, reducir las barreras arancelarias y no arancelarias, cuando sea necesario. En algunos países, también podría resultar útil reforzar las actividades de los organismos de promoción de las exportaciones que proporcionan redes e información a posibles exportadores, y reducir los costes de la logística y de la infraestructura de transporte relacionada con el comercio.

En segundo lugar, las medidas diseñadas para apoyar la productividad de las empresas facilitan el acceso de un conjunto mayor de empresas a los mercados internacionales. Entre las posibles reformas se incluyen incentivos para la investigación y el desarrollo, el fortalecimiento de los vínculos entre la investigación (universidades) y la innovación (empresas), así como la liberalización de profesiones colegiadas y de determinados sectores cerrados a la competencia, que pueden tener efectos positivos en las cadenas de producción de las empresas manufactureras.

En tercer lugar, las políticas orientadas a eliminar las distorsiones que impiden una reasignación del capital y del trabajo entre empresas que favorezca la productividad pueden aumentar significativamente la productividad agregada y, por tanto, la competitividad. Para impulsar el crecimiento de la productividad agregada y beneficiarse plenamente de las ventajas del comercio internacional, son necesarias reformas encaminadas a eliminar las barreras a los flujos de los factores de producción de las empresas menos productivas a las más productivas. Ejemplos de medidas que mejoran la eficiencia en la asignación de recursos:

- i) en los *mercados de productos*, reducir las barreras a la entrada de empresas y promover la creación de nuevas empresas innovadoras, reforzar la normativa en materia concursal que facilita la salida de empresas no productivas, eliminar obstáculos que impiden que las empresas alcancen su tamaño óptimo (por ejemplo, rediseñando la regulación que se basa en el tamaño de la empresa y que crea desincentivos por encima de un umbral determinado de empleados) y avanzar más en el establecimiento de un mercado interior de servicios en la UE plenamente desarrollado;
- ii) en los *mercados de trabajo*, evitar la legislación de protección del empleo excesivamente rígida que impide que las empresas ajusten su mano de obra hasta niveles óptimos, establecer incentivos para la movilidad laboral (tanto en los distintos países como en la UE) y mejorar la formación permanente con el fin de reducir los desajustes entre la oferta y la demanda de cualificaciones;

⁶¹ La especificación de las medidas de política correspondientes dependería, a su vez, de un análisis detallado de las instituciones, la gobernanza y las condiciones marco en cada país, que no entra dentro del ámbito de este artículo.

iii) en los *mercados financieros*, brindar más oportunidades para que las pequeñas y medianas empresas recurran a los mercados de capital (por ejemplo, fomentando la financiación mediante acciones y los mercados de capital riesgo) y mejorar los procedimientos de selección y seguimiento de las entidades de crédito para reducir las refinanciaciones o reestructuraciones y recortar la financiación a empresas «zombi».

[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
2014	3,4	2,4	3,1	0,2	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,3	2,6	2,2	1,3	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	.	1,6	1,8	1,0	6,7	1,7	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 I TR	0,8	0,2	0,2	0,6	1,3	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,0	2,1	0,0
II TR	0,7	0,4	0,6	0,4	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
III TR	0,8	0,9	0,6	0,3	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
IV TR	.	0,5	0,7	0,2	1,7	0,4	1,6	1,8	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2016 Sep	-	-	-	-	-	-	1,2	1,8	1,5	1,0	-0,5	1,9	0,4
Oct	-	-	-	-	-	-	1,4	1,7	1,6	0,9	0,1	2,1	0,5
Nov	-	-	-	-	-	-	1,5	1,7	1,7	1,2	0,5	2,3	0,6
Dic	-	-	-	-	-	-	1,8	1,8	2,1	1,6	0,3	2,1	1,1
2017 Ene	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	1,8	0,4	2,5	1,8
Feb ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	2,0

Fuentes: Eurostat (col. 3, 6, 10, 13), BPI (col. 2, 4, 9, 11, 12) y 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 su evolución.

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, 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⁾		Nuevos pedidos exteriores	Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes	
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas					Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54,1	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,0	51,5	2,6	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,8	-0,3
2016	51,6	52,4	53,5	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	0,9	1,2	0,6
2016 I TR	51,1	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,8	51,2	49,4	-0,6	0,6	-1,4
II TR	50,7	51,5	52,5	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,8	-0,3	0,1	-0,5
III TR	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	1,1	1,1	1,1
IV TR	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	0,7	-1,3	2,1
2016 Sep	51,5	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,6	51,5	50,2	1,1	1,1	1,1
Oct	53,0	54,9	54,8	51,3	52,9	53,3	53,3	52,9	50,4	0,9	0,2	1,4
Nov	53,0	54,9	55,3	52,0	52,9	53,9	53,2	53,0	50,6	0,3	-1,0	1,2
Dic	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	0,7	-1,3	2,1
2017 Ene	53,9	55,8	55,4	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,6	.	.	.
Feb	52,9	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,4	52,7	52,2	.	.	.

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

1) Las columnas «Mundiales» y «Economías avanzadas» excluyen la zona del euro. Los datos anuales y trimestrales son variaciones entre 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
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 Ago	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02
Sep	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
Oct	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
Nov	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
Dic	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04
2017 Ene	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
Feb	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01

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	
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 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
Sep	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
Oct	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
Nov	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
Dic	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 Ene	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
Feb	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46

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			
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2016 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
Sep	325,5	3.012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2.157,7	16.737,0
Oct	327,9	3.042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2.143,0	17.044,5
Nov	324,5	3.026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2.165,0	17.689,5
Dic	342,6	3.207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2.246,6	19.066,0
2017 Ene	352,4	3.298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2.275,1	19.194,1
Feb	353,2	3.293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2.329,9	19.188,7

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

2.4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a los hogares y a sus depósitos (nuevas operaciones)^{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 1 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	
2016 Feb	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,62	2,00	2,20	2,23	2,33	2,49	2,19
Mar	0,11	0,58	0,59	0,88	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11
Abr	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,19	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	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02
Jun	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,01	2,32	1,97
Jul	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92
Ago	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90
Sep	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86
Oct	0,08	0,49	0,44	0,76	6,43	16,78	5,17	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81
Nov	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79
Dic	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,88	1,80	1,76	2,24	1,78
2017 Ene ⁴⁾	0,07	0,48	0,42	0,76	6,36	16,67	5,06	5,85	6,21	2,27	1,75	1,87	1,80	1,76	2,29	1,81

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y 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	
2016 Feb	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,97	2,11	2,09	1,37	1,48	1,74	2,03
Mar	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,04
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	1,91	1,85	1,34	1,60	1,64	1,89
Jul	0,09	0,16	0,42	2,70	2,73	3,07	2,47	1,87	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
Ago	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83
Sep	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,96	2,42	1,82	1,85	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
Oct	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
Nov	0,07	0,12	0,42	2,64	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,28	1,43	1,52	1,82
Dic	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,84	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017 Ene ⁴⁾	0,06	0,12	0,51	2,69	2,67	2,83	2,30	1,81	1,85	1,73	1,22	1,45	1,63	1,80

Fuente: BCE.

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

2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades holding de grupos no financieros se reclasifican del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras.

2 Evolución financiera

2.6 Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro, por sector emisor y 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														
2014	1.320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.278	517	156	.	62	478	65	338	153	37	.	33	82	34
2016	1.241	521	133	.	59	466	62	335	147	45	.	32	79	33
2016 Ago	1.301	526	151	.	71	484	70	321	142	51	.	24	77	27
Sep	1.315	540	149	.	69	492	66	355	159	44	.	30	86	36
Oct	1.291	531	139	.	71	484	67	340	155	43	.	35	69	37
Nov	1.304	537	145	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
Dic	1.241	521	133	.	59	466	62	303	128	69	.	31	50	25
2017 Ene	1.273	537	134	.	71	469	62	390	187	37	.	38	88	41
Largo plazo														
2014	15.135	4.050	3.167	.	990	6.285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15.242	3.783	3.285	.	1.055	6.482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15.255	3.645	3.191	.	1.133	6.635	651	207	59	45	.	17	77	9
2016 Ago	15.167	3.696	3.125	.	1.078	6.629	640	99	32	17	.	3	42	5
Sep	15.184	3.677	3.141	.	1.097	6.630	638	217	52	46	.	29	84	7
Oct	15.214	3.673	3.169	.	1.103	6.618	651	239	56	61	.	22	82	18
Nov	15.276	3.666	3.177	.	1.129	6.653	652	216	43	64	.	26	76	7
Dic	15.255	3.645	3.191	.	1.133	6.635	651	156	45	71	.	13	25	2
2017 Ene	15.311	3.647	3.203	.	1.135	6.679	648	287	94	62	.	15	107	9

Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas				
Saldo vivo											
2014	16.455,1	4.593,1	3.297,3	.	1.048,8	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3
2015	16.520,7	4.300,6	3.441,5	.	1.116,6	6.960,0	702,1	6.744,7	586,1	910,5	5.248,1
2016	16.496,0	4.165,6	3.324,7	.	1.192,2	7.100,2	713,3	7.029,1	538,7	1.022,8	5.467,6
2016 Ago	16.468,4	4.221,7	3.276,1	.	1.148,3	7.112,6	709,7	6.535,7	444,7	880,6	5.210,3
Sep	16.498,3	4.216,3	3.289,9	.	1.165,9	7.122,3	703,9	6.593,0	427,5	877,3	5.288,2
Oct	16.504,4	4.203,1	3.307,7	.	1.174,4	7.101,5	717,6	6.665,7	479,2	912,2	5.274,4
Nov	16.579,9	4.203,0	3.321,6	.	1.198,8	7.140,0	716,4	6.651,0	482,3	957,1	5.211,6
Dic	16.496,0	4.165,6	3.324,7	.	1.192,2	7.100,2	713,3	7.029,1	538,7	1.022,8	5.467,6
2017 Ene	16.583,7	4.183,7	3.336,8	.	1.205,8	7.147,5	709,9	7.015,2	542,3	1.020,9	5.452,0
Tasa de crecimiento											
2014	-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4
2016 Ago	0,1	-4,5	0,1	.	3,9	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6
Sep	0,0	-3,8	-0,9	.	5,5	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6
Oct	-0,3	-4,0	-1,7	.	6,2	1,3	3,1	0,9	2,8	1,4	0,7
Nov	-0,2	-4,2	-1,2	.	7,1	1,5	1,0	0,8	2,8	1,0	0,5
Dic	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 Ene	0,6	-2,0	-1,7	.	8,6	2,0	1,1	0,6	1,5	1,1	0,4

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

2.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM real ²⁾	CLUT real	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2014	101,8	97,8	97,0	91,9	98,5	100,0	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,7	85,0	90,9	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	.	.	.	110,4	90,0
2016 I TR	94,1	89,5	91,0	85,6	85,4	91,9	110,4	90,1
II TR	94,9	90,3	91,7	86,1	85,5	92,2	110,8	90,4
III TR	95,2	90,5	91,7	86,2	86,1	92,2	110,6	90,1
IV TR	94,9	90,2	91,1	.	.	.	110,0	89,6
2016 Sep	95,4	90,6	91,8	-	-	-	110,9	90,3
Oct	95,5	90,8	91,8	-	-	-	110,6	90,1
Nov	95,0	90,2	91,1	-	-	-	110,3	89,7
Dic	94,2	89,6	90,4	-	-	-	109,2	88,9
2017 Ene	94,4	89,7	90,4	-	-	-	109,7	89,1
Feb	93,9	89,2	89,8	-	-	-	108,8	88,3
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2017 Feb	-0,5	-0,5	-0,6	-	-	-	-0,8	-0,9
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2017 Feb	-0,9	-0,8	-2,0	-	-	-	-2,2	-2,8

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-18.

2.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Esloti polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2016 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
III TR	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
IV TR	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2016 Sep	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
Oct	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
Nov	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
Dic	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
2017 Ene	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
Feb	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2017 Feb	-0,1	-1,1	0,0	0,0	-0,2	-1,6	-1,4	-1,0	0,3	-0,4	-0,5	0,3
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2017 Feb	0,7	-2,5	-0,1	-0,4	-0,6	-5,6	-2,0	9,9	0,7	0,7	-3,3	-4,1

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 IV TR	22.234,9	23.309,5	-1.074,5	9.813,6	8.082,4	7.175,8	10.301,2	-44,6	4.645,8	4.925,9	644,2	13.003,5
2016 I TR	22.100,4	23.177,4	-1.077,0	9.675,5	7.997,6	7.111,3	10.108,7	-21,8	4.660,0	5.071,1	675,3	13.236,7
II TR	22.655,4	23.592,2	-936,9	9.808,6	8.199,1	7.428,4	10.144,1	-54,0	4.750,5	5.249,0	721,8	13.379,8
III TR	22.850,8	23.717,5	-866,6	9.746,7	8.053,4	7.689,8	10.288,3	-49,2	4.736,5	5.375,8	727,0	13.362,6
<i>Saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2016 III TR	214,0	222,2	-8,1	91,3	75,4	72,0	96,4	-0,5	44,4	50,4	6,8	125,2
Transacciones												
2016 I TR	385,6	381,0	4,6	113,8	74,8	134,1	40,6	27,3	109,3	265,6	1,0	-
II TR	205,9	143,7	62,3	-13,5	24,6	122,3	-34,2	-44,6	139,5	153,3	2,2	-
III TR	205,0	39,3	165,7	37,5	-87,8	138,2	-29,6	26,0	-4,4	156,7	7,7	-
IV TR	103,1	-52,1	155,2	154,6	1,9	-18,5	-42,0	17,1	-54,5	-12,0	4,3	-
2016 Jul	135,6	111,2	24,4	5,1	-26,7	53,6	-5,2	14,7	63,0	143,2	-0,9	-
Ago	126,1	74,2	51,9	44,5	2,3	54,2	-16,2	6,7	18,8	88,1	1,8	-
Sep	-56,7	-146,1	89,5	-12,2	-63,4	30,4	-8,2	4,6	-86,3	-74,6	6,8	-
Oct	243,7	252,8	-9,1	95,7	24,7	-12,0	-9,0	8,7	155,3	237,2	-4,1	-
Nov	43,0	22,7	20,3	51,6	22,3	-20,6	22,4	2,3	7,5	-22,0	2,2	-
Dic	-183,6	-327,6	144,1	7,3	-45,1	14,2	-55,4	6,1	-217,3	-227,2	6,1	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2016 Dic	899,6	511,9	387,8	292,4	13,5	376,2	-65,2	25,9	190,0	563,5	15,2	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2016 Dic	8,4	4,8	3,6	2,7	0,1	3,5	-0,6	0,2	1,8	5,3	0,1	-

Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
					Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Precios corrientes (mm de euros)												
2014	10.135,2	9.776,8	5.632,5	2.125,5	1.988,6	1.000,5	598,7	382,2	30,3	358,3	4.532,5	4.174,2
2015	10.459,6	9.986,9	5.743,3	2.164,6	2.066,3	1.018,6	631,9	407,6	12,7	472,7	4.833,4	4.360,7
2016	10.733,2	10.233,2	5.875,7	2.221,5	2.138,1	.	.	.	-2,1	500,0	4.902,6	4.402,6
2016 I TR	2.660,3	2.534,3	1.455,0	551,5	527,1	259,8	163,1	102,0	0,7	126,0	1.200,3	1.074,3
II TR	2.671,4	2.547,7	1.462,9	553,8	534,7	260,2	164,4	107,4	-3,6	123,7	1.215,5	1.091,8
III TR	2.686,7	2.560,7	1.469,9	556,6	533,6	263,2	165,1	102,9	0,6	126,1	1.223,8	1.097,7
IV TR	2.707,8	2.586,1	1.483,2	559,6	539,0	.	.	.	4,3	121,8	1.253,4	1.131,7
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2016	100,0	95,3	54,7	20,7	19,9	.	.	.	0,0	4,7	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2016 I TR	0,5	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,0	-0,6	-	-	0,2	-0,1
II TR	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	-0,6	1,0	5,7	-	-	1,3	1,4
III TR	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,7	0,9	-0,2	-4,6	-	-	0,3	-0,1
IV TR	0,4	0,6	0,4	0,4	0,6	.	.	.	-	-	1,5	2,0
<i>tasas de variación interanual</i>												
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,5	-0,9	4,4	3,1	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,3	4,7	5,6	-	-	6,5	6,5
2016	1,7	2,0	2,0	1,8	2,6	.	.	.	-	-	2,9	3,5
2016 I TR	1,7	2,1	2,0	2,0	2,5	2,1	4,1	0,7	-	-	2,5	3,4
II TR	1,6	2,3	1,9	2,0	3,8	2,1	5,2	5,0	-	-	2,5	4,0
III TR	1,8	1,8	1,8	1,6	2,3	2,6	3,9	-1,0	-	-	2,6	2,8
IV TR	1,7	1,6	1,8	1,6	1,5	.	.	.	-	-	3,3	3,2
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2016 I TR	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
II TR	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,0	-	-
III TR	0,4	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,2	0,2	-	-
IV TR	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1	.	.	.	0,1	-0,1	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2014	1,2	1,2	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,7	1,9	1,1	0,4	0,5	.	.	.	-0,1	-0,1	-	-
2016 I TR	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,3	-	-
II TR	1,6	2,1	1,0	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,5	-	-
III TR	1,8	1,7	1,0	0,3	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-	-
IV TR	1,7	1,5	1,0	0,3	0,3	.	.	.	-0,1	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)												
2014	9.100,9	150,0	1.777,2	461,1	1.711,3	415,4	461,5	1.044,9	979,2	1.778,7	321,5	1.034,3
2015	9.387,7	150,6	1.886,6	466,7	1.766,6	428,2	459,9	1.062,9	1.021,8	1.817,6	326,9	1.071,9
2016	9.626,0	145,8	1.923,6	486,1	1.819,8	443,0	451,6	1.090,2	1.063,8	1.865,8	336,4	1.107,1
2016 I TR	2.387,0	36,1	478,9	120,2	450,0	109,6	113,6	269,9	262,7	462,5	83,5	273,4
II TR	2.396,0	36,0	476,7	120,8	452,7	110,5	113,0	271,9	265,4	465,2	83,8	275,5
III TR	2.409,3	36,3	480,3	121,7	455,0	111,0	112,8	273,3	267,0	467,8	84,1	277,5
IV TR	2.426,9	37,4	484,8	123,0	460,0	111,5	112,2	275,1	268,1	470,0	84,6	281,0
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2016	100,0	1,5	20,0	5,0	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,4	3,5	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2016 I TR	0,6	-1,3	0,2	1,1	0,9	1,0	0,9	0,2	0,8	0,4	0,5	0,2
II TR	0,3	-0,8	0,1	-0,1	0,4	1,3	-0,6	0,3	1,1	0,2	0,1	0,5
III TR	0,4	-0,7	0,7	0,4	0,4	1,1	0,1	0,2	0,4	0,3	0,4	0,5
IV TR	0,4	0,1	0,4	0,6	0,7	0,6	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,5
<i>tasas de variación interanual</i>												
2014	1,2	1,2	2,4	-1,1	1,2	3,5	-1,2	0,5	2,5	0,5	0,1	1,1
2015	1,9	-0,6	4,3	-0,1	2,1	2,8	-0,3	0,8	2,8	1,0	0,0	3,2
2016	1,6	-2,0	1,4	1,8	2,4	3,1	0,2	1,0	2,9	1,1	1,2	2,6
2016 I TR	1,5	-1,7	1,7	1,4	2,2	2,5	0,3	0,8	2,7	0,9	0,9	3,3
II TR	1,5	-1,8	1,1	1,5	2,3	3,1	-0,3	1,0	3,3	1,0	1,3	2,4
III TR	1,7	-2,1	1,2	2,4	2,3	3,6	0,5	1,0	3,1	1,2	1,4	2,6
IV TR	1,7	-2,6	1,4	2,1	2,5	4,1	0,4	1,1	2,5	1,1	1,3	1,7
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2016 I TR	0,6	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
II TR	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III TR	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
IV TR	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,6	0,0	0,3	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 I TR	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
II TR	1,5	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
III TR	1,7	0,0	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
IV TR	1,7	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Actividad económica

3.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	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	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
<i>tasas de variación interanual</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1
2015 IV TR	1,2	1,5	-0,3	-1,0	0,3	0,0	1,5	1,7	-0,7	0,2	3,2	1,0	1,6
2016 I TR	1,4	1,7	-0,5	-0,9	0,7	-0,1	1,7	2,4	-0,4	1,1	3,3	1,0	1,9
II TR	1,4	1,6	-0,1	-0,4	0,6	-0,2	1,9	2,0	-0,4	0,3	3,0	1,1	1,6
III TR	1,2	1,4	-0,1	0,3	0,6	-0,1	1,7	1,8	-0,3	1,4	2,6	1,0	1,2
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	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1
2015 IV TR	1,2	1,4	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3	2,2	-0,4	-0,6	3,2	1,1	1,6
2016 I TR	1,5	1,8	0,2	0,7	0,9	0,4	1,7	3,0	0,0	1,0	3,9	1,0	1,1
II TR	1,5	1,7	1,0	0,5	1,0	0,0	2,0	2,5	0,4	0,4	3,6	0,9	1,8
III TR	1,1	1,3	-0,1	0,5	0,6	-0,2	1,7	1,7	-0,2	0,1	2,2	0,7	0,7
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0
2015 IV TR	0,0	-0,1	0,6	1,1	-0,2	0,7	-0,3	0,4	0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
2016 I TR	0,2	0,1	0,7	1,6	0,3	0,5	0,0	0,6	0,3	-0,1	0,6	-0,1	-0,8
II TR	0,2	0,0	1,1	0,8	0,4	0,2	0,0	0,4	0,8	0,2	0,6	-0,2	0,2
III TR	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-1,3	-0,4	-0,3	-0,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Actividad económica

3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones ¹⁾	Sub-empleo, % de población activa ¹⁾	Desempleo											Tasa de vacantes ²⁾
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa ¹⁾	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2016			100,0		81,8		18,2		52,2		47,8			
2014	160,334	4,6	18,636	11,6	6,1	15,216	10,4	3,421	23,7	9,933	11,5	8,703	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,293	9,8	3,149	22,3	9,252	10,7	8,190	11,0	1,5
2016	.	.	16,233	10,0	.	13,283	9,0	2,950	20,9	8,471	9,7	7,761	10,4	1,7
2016 I TR	161,013	4,5	16,633	10,3	5,2	13,627	9,2	3,006	21,5	8,712	10,0	7,921	10,6	1,7
II TR	161,849	4,5	16,387	10,1	5,1	13,406	9,1	2,981	21,0	8,518	9,8	7,869	10,5	1,7
III TR	162,465	4,1	16,130	9,9	4,8	13,202	8,9	2,929	20,7	8,389	9,6	7,741	10,3	1,6
IV TR	.	.	15,779	9,7	.	12,897	8,7	2,882	20,4	8,265	9,4	7,514	10,0	1,7
2016 Ago	-	-	16,153	9,9	-	13,218	8,9	2,936	20,7	8,386	9,6	7,767	10,4	-
Sep	-	-	16,042	9,9	-	13,148	8,9	2,894	20,5	8,361	9,6	7,680	10,2	-
Oct	-	-	15,860	9,8	-	12,990	8,8	2,870	20,4	8,305	9,5	7,555	10,1	-
Nov	-	-	15,802	9,7	-	12,899	8,7	2,903	20,5	8,295	9,5	7,507	10,0	-
Dic	-	-	15,676	9,6	-	12,803	8,6	2,874	20,3	8,195	9,3	7,481	10,0	-
2017 Ene	-	-	15,620	9,6	-	12,794	8,6	2,826	20,0	8,152	9,3	7,468	10,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Sin desestacionalizar.

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

3.5 Indicadores económicos a corto plazo

	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													
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,0	2,3	1,0	3,6	2,3	0,8	-0,8	3,6	2,7	1,7	3,5	2,4	8,8
2016	1,4	1,5	1,7	1,7	1,0	-0,1	1,9	0,4	1,9	1,3	2,5	1,8	7,2
2016 I TR	1,3	2,0	1,9	2,9	1,0	-3,7	2,6	0,4	2,2	1,7	2,8	1,4	9,5
II TR	1,1	1,1	1,2	1,3	1,1	-0,9	-0,1	-2,3	1,8	0,6	2,8	2,2	8,5
III TR	1,0	1,2	1,5	0,9	1,3	-0,5	3,1	0,2	1,4	1,3	1,5	2,3	6,5
IV TR	2,0	1,6	2,3	1,6	0,7	4,8	2,2	3,3	2,2	1,5	3,1	1,3	4,0
2016 Ago	2,4	2,5	2,7	3,4	0,6	2,1	2,1	2,0	1,2	0,5	1,9	1,7	3,9
Sep	1,3	1,3	1,5	1,2	1,3	1,4	1,8	1,8	1,1	1,9	0,3	2,3	9,4
Oct	0,8	0,6	0,9	1,3	-0,8	2,0	1,7	3,2	2,9	2,4	3,9	1,4	4,2
Nov	3,2	2,8	2,9	3,3	2,5	5,8	0,6	2,4	2,7	1,7	3,7	2,2	4,5
Dic	2,0	1,3	3,4	-0,1	0,5	6,5	3,2	4,1	1,2	0,6	1,9	0,2	3,1
2017 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	0,3	2,2	0,6	3,0
tasas de variación intermensual (d.)													
2016 Ago	2,0	2,1	1,8	4,2	0,0	3,5	0,2	2,4	-0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,6
Sep	-0,8	-1,0	-0,5	-2,1	-0,7	-0,1	-0,9	-1,1	-0,1	0,5	-1,1	0,0	4,1
Oct	0,2	0,0	-0,3	1,4	-0,9	0,8	0,7	2,6	1,2	0,2	2,6	-0,7	-3,9
Nov	1,5	1,6	1,9	0,2	1,7	1,3	0,9	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,5	2,4
Dic	-1,6	-1,7	-0,2	-3,3	-0,8	-1,4	-0,2	2,4	-0,5	-0,2	-0,4	-0,5	2,3
2017 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,1	-0,1	-0,2	0,8	0,8

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
1999-13	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 I TR	103,9	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	2,0	10,7	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
II TR	104,2	-3,4	81,6	-7,8	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
III TR	104,2	-2,9	82,0	-8,2	-16,0	0,3	10,3	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
IV TR	106,9	-0,6	82,4	-6,4	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2016 Sep	104,8	-1,8	-	-8,2	-15,7	0,5	9,9	-	52,6	53,8	52,2	52,6
Oct	106,3	-0,7	82,3	-8,0	-14,4	0,4	12,1	89,4	53,5	54,6	52,8	53,3
Nov	106,5	-1,1	-	-6,2	-12,9	1,5	12,2	-	53,7	54,1	53,8	53,9
Dic	107,8	0,0	-	-5,1	-12,1	3,5	12,9	-	54,9	56,1	53,7	54,4
2017 Ene	107,9	0,8	82,5	-4,8	-12,9	2,3	12,8	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
Feb	108,0	1,3	-	-6,2	-10,3	1,9	13,8	-	55,4	57,3	55,5	56,0

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta) ¹⁾	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada)			Tasas de variación interanual				Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	12,5	95,6	-0,5	1,2	-4,9	0,9	-1,4	32,5	4,2	129,6	2,0	-0,1	0,7
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	0,6	2,6	1,0	33,0	4,8	130,9	2,4	6,5	1,3
2015	12,3	94,1	1,8	2,0	2,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	2,5	2,1
2015 IV TR	12,3	94,1	1,8	2,0	5,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	4,6	2,1
2016 I TR	12,3	93,5	2,4	1,9	3,7	2,1	3,4	33,5	5,8	132,8	3,7	4,8	2,1
II TR	12,5	93,6	2,5	2,3	5,6	3,2	3,8	33,7	6,1	133,4	3,9	4,5	2,2
III TR	12,5	93,5	1,7	2,2	5,7	4,4	4,3	33,5	6,1	131,8	3,5	3,0	1,9

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 planes de pensiones.

3 Actividad económica

3.8 Balanza de pagos de la zona del euro, cuenta corriente y cuenta de capital (mm de euros; datos desestacionalizados salvo indicación en contrario; transacciones)

	Cuenta corriente											Cuenta de capital ¹⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 I TR	878,7	793,7	84,9	515,4	426,1	194,6	177,5	143,6	135,6	25,1	54,6	9,8	11,1
II TR	887,3	792,2	95,1	518,8	421,3	191,0	178,0	152,1	140,4	25,4	52,6	7,3	6,9
III TR	896,4	807,5	88,8	524,4	427,6	196,0	175,8	150,5	141,7	25,5	62,4	6,5	5,7
IV TR	913,9	818,2	95,8	541,5	452,9	197,4	178,5	151,9	128,1	23,2	58,6	13,8	7,8
2016 Jul	294,6	264,5	30,1	171,8	142,2	63,2	57,2	50,7	46,4	8,9	18,6	2,6	2,0
Ago	300,7	271,2	29,5	176,4	143,7	65,5	58,7	50,5	47,6	8,4	21,1	1,7	1,7
Sep	301,1	271,8	29,3	176,3	141,7	67,3	59,8	49,3	47,7	8,2	22,6	2,2	2,0
Oct	297,2	268,8	28,4	174,9	148,9	66,4	57,5	48,5	42,1	7,4	20,3	3,1	2,0
Nov	311,1	274,7	36,4	182,5	151,7	66,0	60,7	55,1	42,9	7,5	19,3	3,4	2,0
Dic	305,6	274,6	31,0	184,1	152,3	64,9	60,3	48,3	43,0	8,4	19,0	7,3	3,8
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2016 Dic	3.576,3	3.211,7	364,7	2.100,1	1.727,9	779,0	709,9	598,1	545,7	99,1	228,1	37,4	31,5
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2016 Dic	33,3	29,9	3,4	19,6	16,1	7,3	6,6	5,6	5,1	0,9	2,1	0,3	0,3

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2016 I TR	-0,9	-2,5	502,2	233,1	104,2	151,2	421,6	438,5	240,8	72,5	116,8	326,7	37,4
II TR	0,0	-3,7	502,9	231,7	106,1	153,6	432,9	431,9	236,8	71,7	115,4	325,7	42,4
III TR	-0,2	-2,2	506,5	236,6	102,9	153,7	427,5	440,8	242,5	71,2	116,7	326,9	43,7
IV TR	2,2	1,9	523,9	.	.	.	438,7	457,4	.	.	.	332,7	.
2016 Jul	-9,4	-8,0	166,4	77,6	33,6	50,4	135,1	146,6	80,6	23,6	38,8	104,8	15,0
Ago	8,4	3,8	170,5	79,3	35,0	52,0	147,1	147,7	81,2	24,1	39,2	112,0	14,4
Sep	2,2	-1,7	169,7	79,7	34,3	51,3	145,3	146,5	80,7	23,6	38,8	110,0	14,4
Oct	-4,5	-3,0	169,5	78,9	34,7	51,2	136,4	149,8	82,4	24,9	39,3	107,0	15,6
Nov	5,7	4,9	174,7	82,2	34,7	52,8	148,3	152,5	85,1	24,1	39,7	112,5	16,4
Dic	5,9	4,2	179,6	.	.	.	154,0	155,1	.	.	.	113,1	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2016 I TR	-0,8	2,5	118,3	115,6	117,5	121,7	116,9	109,9	110,8	107,0	110,0	111,3	110,7
II TR	2,3	4,5	118,3	114,2	119,8	124,0	120,1	107,7	107,0	105,7	110,7	112,5	101,2
III TR	0,5	1,1	118,3	115,6	115,1	123,6	117,9	108,4	107,4	105,0	110,8	111,9	100,1
IV TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Jun	0,1	2,7	117,6	112,8	118,3	124,5	120,8	107,6	106,8	106,4	110,6	113,5	97,0
Jul	-8,3	-3,7	116,9	113,9	113,6	121,7	112,0	108,7	107,5	105,0	110,6	108,1	102,4
Ago	9,1	7,1	119,1	116,1	116,5	125,0	121,3	109,0	108,1	106,4	111,5	114,8	99,8
Sep	2,4	0,5	119,0	116,9	115,2	124,2	120,5	107,6	106,6	103,5	110,3	112,8	98,2
Oct	-4,8	-2,6	118,3	114,8	115,6	124,0	112,8	108,8	107,3	108,4	111,5	108,9	100,5
Nov	4,8	4,0	121,1	119,3	115,9	125,6	121,8	109,9	109,7	104,2	111,8	113,7	107,3

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

4 Precios y costes

4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no 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 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 I TR	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-1,0	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	0,0
III TR	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3
IV TR	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2016 Sep	100,6	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,8	0,0	1,0	0,1	0,4	0,4
Oct	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	0,0	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2
Nov	100,8	0,6	0,8	0,2	1,1	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,6	0,3
Dic	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,1	1,8	0,2	1,3	0,3
2017 Ene	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,8	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4
Feb ³⁾	100,8	2,0	0,9	.	1,3	0,1	0,1	1,6	-0,2	-0,2	0,2	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alquileres					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% del total en 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2016 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
III TR	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3
IV TR	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2
2016 Sep	0,7	0,5	1,1	-0,6	0,3	-3,0	1,1	1,1	0,9	0,0	1,5	1,3
Oct	0,4	0,5	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,1	1,2	1,0	0,0	1,2	1,1
Nov	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,3	-1,1	1,2	1,2	1,1	-0,1	1,1	1,2
Dic	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2
2017 Ene	1,8	0,7	3,5	2,5	0,5	8,1	1,3	1,3	1,3	-1,0	1,7	0,7
Feb ³⁾	2,5	0,9	5,2	.	0,2	9,2	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

4 Precios y costes

4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción										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	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	-0,1	0,1	-6,9	.	.	.
2016 I TR	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8	5,8
II TR	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,5
III TR	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	-0,1	0,1	-5,9	0,5	3,4	.
IV TR	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4	.	.	.
2016 Ago	101,8	-1,9	-1,3	-0,7	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	-	-	-
Sep	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,4	0,1	0,2	0,1	-4,5	-	-	-
Oct	102,6	-0,5	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,6	-	-	-
Nov	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,1	0,1	-0,8	-	-	-
Dic	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,2	1,7	0,1	3,8	-	-	-
2017 Ene	104,4	3,5	3,7	1,5	2,1	0,8	1,5	2,1	0,3	9,7	-	-	-

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	
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,1	0,3	0,1	0,5	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,9	0,5	0,3	0,8	0,8	-1,4	-2,5	39,9	-3,6	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 I TR	106,4	1,1	0,4	0,3	0,9	0,7	-1,5	-3,3	31,2	-12,2	-8,5	-16,4	-12,9	-11,1	-15,4
II TR	106,5	0,9	0,2	0,1	0,7	0,7	-2,3	-4,1	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
III TR	106,7	0,8	0,6	0,3	0,9	0,9	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
IV TR	107,1	0,7	0,9	0,7	0,8	1,0	-0,1	0,0	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2016 Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	1,2	0,7	1,7	-4,5	-8,9	1,9
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,1	-0,3	7,1	-2,9	-10,3	8,3
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,5	-0,1	19,0	2,4	-8,1	18,7
Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8
2017 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,4	7,5	34,0	13,3	1,0	32,0
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,0	7,7	37,0	15,2	1,7	35,6

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

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

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

4 Precios y costes

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos 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
1999-13	4,7	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,6	-13,2	-1,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	-0,7	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 I TR	-4,8	0,7	3,7	-9,1	-1,8	41,5	52,5	47,7	49,0
II TR	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
III TR	-0,2	1,0	4,5	-6,6	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
IV TR	4,6	3,1	4,9	-5,4	1,6	58,6	54,9	51,6	50,5
2016 Sep	-0,1	0,9	4,5	-7,5	0,4	52,4	54,0	49,9	50,0
Oct	3,5	2,6	4,5	-5,0	0,0	53,9	54,3	50,8	49,7
Nov	4,9	2,8	5,3	-6,0	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3
Dic	5,4	4,0	4,9	-5,1	2,8	63,2	56,0	52,5	51,4
2017 Ene	8,3	4,9	6,7	-5,1	8,3	67,0	56,4	54,0	50,9
Feb	9,0	6,1	6,4	-3,1	12,9	68,3	56,9	55,4	51,1

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

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados 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	
2014	102,7	1,3	1,3	1,1	1,3	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	2,0	0,6	1,6	1,6	1,5
2016	.	.	.	.	.	.	1,4
2016 I TR	99,0	1,5	1,6	1,4	1,6	1,6	1,4
II TR	109,3	1,0	0,8	1,4	0,9	1,2	1,5
III TR	102,6	1,6	1,7	1,2	1,4	1,7	1,5
IV 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	-1,6	2,0	1,4	1,0	-0,8	-0,2	-2,7	1,4	1,6	2,1
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,5	-0,6	2,1	1,8	1,2	1,6	1,4
2015	104,8	0,2	1,4	-2,3	1,1	0,5	0,8	0,2	2,6	1,8	1,1	2,1
2015 IV TR	105,3	0,4	0,8	-2,1	-0,1	1,4	1,6	0,3	2,7	1,9	1,3	2,3
2016 I TR	105,4	1,0	2,6	0,4	-0,1	0,7	1,1	1,3	4,0	2,0	1,4	2,5
II TR	105,6	0,9	3,9	0,5	-0,3	0,9	0,2	1,4	2,4	0,8	1,4	1,3
III TR	105,8	0,8	3,7	0,8	-0,8	0,6	-0,6	0,9	2,6	0,7	1,4	1,3
Remuneración por asalariado												
2013	105,1	1,5	2,6	2,7	1,3	1,0	0,8	1,6	0,1	1,3	1,5	0,8
2014	106,5	1,3	0,1	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,8	1,7	0,9	1,4	2,4	0,4	2,6	1,6	1,1	1,1
2015 IV TR	108,5	1,2	2,0	1,5	0,8	1,7	1,9	0,3	3,4	1,5	1,2	1,1
2016 I TR	108,9	1,3	1,8	1,4	1,4	1,3	1,3	1,9	3,8	1,5	1,3	1,5
II TR	109,0	1,1	2,4	1,0	1,4	1,3	1,2	1,5	3,1	1,2	1,3	0,9
III TR	109,5	1,3	1,2	1,4	1,7	1,2	1,1	1,8	2,2	1,2	1,6	1,5
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2013	101,3	0,3	4,3	0,6	-0,1	0,0	1,5	1,8	2,8	-0,1	-0,1	-1,3
2014	101,9	0,6	1,2	2,8	0,6	0,5	2,8	-0,4	-0,3	0,4	-0,5	-0,3
2015	102,9	1,0	0,3	4,1	-0,2	0,9	1,6	0,2	0,0	-0,2	0,1	-1,0
2015 IV TR	103,1	0,8	1,2	3,7	0,9	0,3	0,3	0,1	0,7	-0,3	-0,1	-1,2
2016 I TR	103,3	0,3	-0,8	1,0	1,5	0,5	0,2	0,7	-0,3	-0,5	-0,1	-1,0
II TR	103,3	0,3	-1,4	0,5	1,7	0,3	1,0	0,1	0,7	0,4	-0,1	-0,4
III TR	103,5	0,5	-2,4	0,6	2,5	0,6	1,7	0,8	-0,3	0,4	0,2	0,2
Remuneración por hora trabajada												
2013	107,2	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9	0,7	2,1	1,5	2,4	1,9	2,3
2014	108,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,2	2,0	1,6	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,2	1,3	0,3	1,5	1,4	0,5	2,2	1,2	1,0	1,2
2015 IV TR	110,2	1,3	1,4	1,6	0,4	2,0	1,3	0,2	3,3	1,3	1,3	1,2
2016 I TR	110,5	1,2	0,2	1,1	1,2	1,2	0,8	1,5	3,3	0,8	1,4	2,4
II TR	110,6	1,1	1,8	0,7	1,5	1,3	0,7	1,0	2,8	0,8	1,6	0,8
III TR	111,2	1,5	1,3	1,4	2,0	1,2	1,1	1,7	3,4	1,3	1,8	2,0
Productividad del trabajo por hora												
2013	103,4	1,1	4,0	0,8	1,4	0,8	1,8	2,4	4,2	1,0	0,4	0,1
2014	104,1	0,7	1,8	2,4	0,3	0,9	2,8	-0,3	-0,1	0,3	-0,6	0,0
2015	105,0	0,9	-0,8	3,8	-0,7	1,2	0,7	0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-1,0
2015 IV TR	105,0	0,8	0,1	3,9	0,2	0,6	-0,2	-0,2	1,4	-0,3	-0,1	-1,2
2016 I TR	105,2	0,2	-2,4	0,7	1,0	0,5	-0,4	0,3	-0,2	-1,1	0,0	-0,2
II TR	105,0	0,1	-2,2	0,1	1,5	0,3	0,6	-0,7	0,5	-0,2	0,1	-0,6
III TR	105,5	0,7	-2,6	0,6	2,6	0,6	1,9	0,7	0,9	0,9	0,5	0,7

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	M3-M2					
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales		Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años				
1	2	3	4	5	6	8	9	10	11			
Saldos vivos												
2014	969,5	4.970,5	5.939,9	1.581,7	2.149,8	3.731,5	9.671,4	121,5	422,2	107,0	650,7	10.322,1
2015	1.036,5	5.566,3	6.602,8	1.439,2	2.161,8	3.601,0	10.203,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10.831,1
2016	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11.374,7
2016 I TR	1.049,6	5.711,9	6.761,6	1.421,0	2.164,8	3.585,8	10.347,3	85,3	465,5	94,9	645,8	10.993,1
II TR	1.054,6	5.821,2	6.875,8	1.411,0	2.171,9	3.582,9	10.458,7	84,2	481,7	94,8	660,7	11.119,4
III TR	1.066,6	5.946,7	7.013,3	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11.251,3
IV TR	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11.374,7
2016 Ago	1.061,5	5.922,6	6.984,1	1.393,0	2.173,9	3.566,9	10.551,0	82,3	481,0	98,8	662,1	11.213,1
Sep	1.066,6	5.946,7	7.013,3	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11.251,3
Oct	1.072,4	5.981,7	7.054,1	1.361,2	2.175,0	3.536,2	10.590,3	74,4	503,7	91,4	669,5	11.259,8
Nov	1.075,2	6.069,9	7.145,1	1.350,4	2.171,9	3.522,4	10.667,5	72,5	506,1	98,7	677,3	11.344,7
Dic	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11.374,7
2017 Ene ^(p)	1.081,8	6.156,0	7.237,9	1.329,6	2.178,3	3.507,9	10.745,8	75,1	517,4	98,1	690,6	11.436,4
Operaciones												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	13,3	27,3	373,1
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,2	-123,2	505,3	-48,0	51,4	-26,3	-22,9	482,5
2016	36,7	544,7	581,4	-108,5	16,0	-92,5	488,8	-4,3	42,3	17,6	55,7	544,5
2016 I TR	13,3	156,1	169,4	-14,0	3,1	-10,9	158,6	11,2	-13,4	19,2	17,0	175,6
II TR	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,8	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
III TR	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,4	126,5	-3,7	14,7	-2,4	8,6	135,2
IV TR	6,5	156,2	162,7	-66,2	3,4	-62,8	99,9	-10,4	25,5	2,1	17,3	117,2
2016 Ago	3,3	44,6	47,9	-11,8	1,0	-10,8	37,1	-0,1	-5,7	1,0	-4,7	32,4
Sep	5,0	25,1	30,2	0,6	0,3	0,9	31,0	-1,8	15,0	-5,7	7,5	38,5
Oct	5,9	28,4	34,2	-25,0	0,7	-24,3	9,9	-6,2	7,7	-3,8	-2,3	7,7
Nov	2,8	81,3	84,0	-12,8	-1,2	-14,0	70,0	-2,1	2,4	8,1	8,4	78,3
Dic	-2,1	46,6	44,5	-28,3	3,9	-24,5	20,0	-2,1	15,4	-2,1	11,2	31,2
2017 Ene ^(p)	8,7	42,7	51,4	11,9	2,4	14,3	65,7	4,8	-4,1	0,9	1,7	67,4
Tasas de crecimiento												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,9	4,4	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,3	-3,5	4,7
2016	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 I TR	6,0	11,1	10,3	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-25,9	6,6	-1,1	-0,4	5,2
II TR	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,0	6,1	5,1
III TR	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
IV TR	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 Ago	3,6	9,6	8,6	-4,1	0,5	-1,3	5,0	-8,0	5,0	19,0	5,0	5,0
Sep	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
Oct	4,0	8,8	8,0	-4,7	0,6	-1,5	4,6	-27,3	6,8	13,6	2,2	4,5
Nov	3,8	9,4	8,5	-5,5	0,6	-1,9	4,9	-15,8	4,9	12,1	3,1	4,8
Dic	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2017 Ene ^(p)	3,6	9,3	8,4	-6,8	0,8	-2,2	4,7	-7,3	9,3	11,2	7,5	4,9

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													
2014	1.845,1	1.349,1	365,1	111,6	19,4	5.557,7	2.749,5	812,1	1.993,2	2,8	865,5	222,2	332,9
2015	1.930,5	1.483,9	321,7	116,4	8,4	5.750,9	3.059,7	695,1	1.993,7	2,4	970,1	225,8	364,7
2016	2.056,1	1.636,7	293,9	117,0	8,6	6.049,7	3.399,7	643,6	2.004,8	1,7	1.000,7	196,5	380,6
2016 I TR	1.984,8	1.536,6	322,7	116,0	9,4	5.829,7	3.137,1	693,6	1.996,3	2,7	973,7	218,9	375,9
II TR	2.013,7	1.574,3	314,0	117,1	8,4	5.906,0	3.214,2	688,8	2.000,0	3,0	978,0	210,7	379,9
III TR	2.047,5	1.602,5	317,8	118,1	9,1	5.979,5	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
IV TR	2.056,1	1.636,7	293,9	117,0	8,6	6.049,7	3.399,7	643,6	2.004,8	1,7	1.000,7	196,5	380,6
2016 Ago	2.032,2	1.596,3	310,1	117,0	8,7	5.960,8	3.277,2	677,6	2.003,2	2,8	979,4	213,4	386,0
Sep	2.047,5	1.602,5	317,8	118,1	9,1	5.979,5	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
Oct	2.037,3	1.604,6	307,6	118,1	7,0	6.001,8	3.334,4	660,0	2.004,6	2,8	953,4	206,5	393,2
Nov	2.064,6	1.634,0	305,1	117,1	8,5	6.029,6	3.372,2	652,0	2.002,9	2,5	981,1	206,3	383,1
Dic	2.056,1	1.636,7	293,9	117,0	8,6	6.049,7	3.399,7	643,6	2.004,8	1,7	1.000,7	196,5	380,6
2017 Ene ⁶⁾	2.099,4	1.677,3	299,1	116,0	7,0	6.087,9	3.438,5	636,1	2.010,7	2,7	962,6	194,5	394,5
Operaciones													
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015	81,8	121,7	-33,5	4,9	-11,2	193,4	303,0	-109,9	0,8	-0,4	86,1	-0,1	30,3
2016	128,9	152,8	-24,1	0,0	0,2	301,4	335,5	-46,8	13,4	-0,8	29,7	-29,3	17,1
2016 I TR	61,2	57,8	2,7	-0,4	1,1	80,9	78,5	-0,6	2,8	0,3	8,8	-6,5	12,1
II TR	27,3	36,3	-8,9	1,0	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,5	-8,5	3,7
III TR	34,8	29,5	4,0	0,6	0,7	73,7	87,7	-16,6	3,1	-0,5	0,4	-4,2	6,2
IV TR	5,6	29,3	-21,9	-1,3	-0,5	71,3	93,1	-24,4	3,5	-0,9	21,1	-10,0	-4,9
2016 Ago	2,5	5,5	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	4,1	-1,2	0,2
Sep	15,7	6,8	7,8	0,7	0,4	18,7	24,6	-5,5	-0,1	-0,2	-3,4	-7,0	0,2
Oct	-9,3	0,6	-7,8	-0,1	-2,1	23,4	29,1	-7,8	1,4	0,2	-23,9	0,2	7,5
Nov	23,8	26,4	-3,0	-1,1	1,5	28,1	36,8	-8,6	0,2	-0,3	23,7	-0,4	-10,1
Dic	-8,8	2,2	-11,1	-0,1	0,1	19,8	27,3	-8,5	1,9	-0,8	21,2	-9,8	-2,4
2017 Ene ⁶⁾	45,9	42,4	6,1	-1,0	-1,6	38,9	39,4	-7,3	5,8	1,0	-35,2	-1,8	14,0
Tasas de crecimiento													
2014	4,0	7,6	-6,7	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,5	3,9	7,0
2015	4,4	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,8	0,0	9,1
2016	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 I TR	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	6,2	-3,3	10,3
II TR	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,2	-8,5	10,3
III TR	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
IV TR	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 Ago	7,3	10,2	-4,1	2,2	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,4	-6,2	8,9
Sep	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
Oct	5,5	7,9	-2,8	0,9	-29,6	5,2	10,7	-5,5	0,6	-19,8	-1,0	-9,4	7,8
Nov	7,1	10,1	-3,7	-0,1	-5,3	5,4	11,1	-6,0	0,7	-32,6	0,5	-8,0	3,1
Dic	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 Ene ⁶⁾	7,1	10,5	-5,5	-0,2	-26,8	5,5	11,4	-7,7	1,0	-19,6	-1,1	-13,5	6,0

Fuente: BCE.

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

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

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

4) 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												
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.504,8	10.454,5	10.726,7	4.299,6	5.200,7	825,1	129,0	1.280,0	770,3
2015	3.904,2	1.112,3	2.789,5	12.599,4	10.512,0	10.807,4	4.274,5	5.307,6	806,3	123,5	1.305,1	782,3
2016	4.397,5	1.082,0	3.302,3	12.846,6	10.675,2	10.982,9	4.302,2	5.409,6	851,0	112,5	1.385,2	786,2
2016 I TR	4.053,6	1.115,9	2.924,6	12.629,6	10.561,2	10.824,5	4.288,8	5.338,9	824,8	108,8	1.312,2	756,2
II TR	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.664,0	10.566,1	10.870,4	4.297,1	5.348,3	816,8	103,9	1.342,5	755,4
III TR	4.272,2	1.105,2	3.153,6	12.769,1	10.623,5	10.927,4	4.289,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,2	780,5
IV TR	4.397,5	1.082,0	3.302,3	12.846,6	10.675,2	10.982,9	4.302,2	5.409,6	851,0	112,5	1.385,2	786,2
2016 Ago	4.255,8	1.107,7	3.134,8	12.744,2	10.602,0	10.907,7	4.296,1	5.366,0	829,4	110,5	1.364,5	777,7
Sep	4.272,2	1.105,2	3.153,6	12.769,1	10.623,5	10.927,4	4.289,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,2	780,5
Oct	4.291,1	1.099,6	3.178,1	12.810,3	10.656,5	10.956,9	4.302,9	5.388,3	850,8	114,5	1.373,1	780,7
Nov	4.320,9	1.092,5	3.215,0	12.851,3	10.699,4	10.981,8	4.321,0	5.407,2	855,3	115,9	1.379,0	772,9
Dic	4.397,5	1.082,0	3.302,3	12.846,6	10.675,2	10.982,9	4.302,2	5.409,6	851,0	112,5	1.385,2	786,2
2017 Ene ^(a)	4.388,3	1.087,3	3.287,3	12.882,9	10.692,5	10.988,4	4.313,0	5.422,7	842,4	114,5	1.403,2	787,2
Operaciones												
2014	73,8	16,4	57,4	-102,0	-47,1	-33,3	-61,1	-14,9	17,2	11,7	-89,8	35,0
2015	284,9	-21,1	305,7	86,7	58,1	73,2	-13,1	98,2	-21,4	-5,7	25,1	3,5
2016	458,9	-34,9	493,7	318,1	232,2	250,8	81,7	119,0	42,7	-11,1	80,6	5,3
2016 I TR	120,0	1,5	118,5	69,3	79,3	52,2	35,9	36,2	21,8	-14,6	11,0	-21,0
II TR	116,4	-8,9	125,2	54,8	22,1	64,6	19,5	14,5	-6,9	-5,0	31,1	1,6
III TR	69,3	-7,3	76,3	113,3	70,3	72,1	6,6	33,8	24,8	5,2	20,9	22,1
IV TR	153,2	-20,3	173,7	80,7	60,6	61,8	19,7	34,5	3,1	3,3	17,6	2,6
2016 Ago	9,0	-1,5	10,5	35,7	13,3	18,2	-4,0	11,5	5,7	0,1	4,7	17,7
Sep	12,2	-2,6	14,8	24,2	20,7	22,2	-1,3	14,7	8,7	-1,4	1,2	2,3
Oct	38,8	-5,5	44,3	44,0	33,7	30,0	16,0	7,2	5,0	5,5	7,7	2,6
Nov	45,3	-7,0	52,3	36,3	37,6	20,6	16,1	18,9	1,3	1,3	5,5	-6,8
Dic	69,0	-7,8	77,1	0,4	-10,7	11,1	-12,4	8,3	-3,2	-3,5	4,3	6,8
2017 Ene ^(a)	15,8	5,3	10,1	54,8	29,6	23,4	17,6	14,1	-4,2	2,1	18,7	6,5
Tasas de crecimiento												
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7
2016 I TR	10,2	-2,8	16,1	1,2	1,2	1,1	0,9	2,2	0,1	-19,2	3,1	-2,3
II TR	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-2,9
III TR	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
IV TR	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7
2016 Ago	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,5	1,9	1,2	2,0	1,7	-14,0	4,1	-0,5
Sep	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
Oct	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,6	-7,8	5,4	0,5
Nov	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,2	-6,7	7,4	-0,7
Dic	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7
2017 Ene ^(a)	10,5	-2,9	15,8	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	4,5	-8,6	7,0	3,0

Fuente: BCE.

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

2) Ajustados de titulizaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM), así como de posiciones resultantes de los servicios de *cash pooling* nacional 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										
2014	4.299,6	4.253,9	1.109,8	720,7	2.469,1	5.200,7	5.546,1	563,5	3.860,9	776,4
2015	4.274,5	4.257,7	1.038,4	758,5	2.477,6	5.307,6	5.640,6	595,9	3.948,4	763,3
2016	4.302,2	4.303,0	997,8	796,4	2.508,0	5.409,6	5.726,2	616,6	4.042,7	750,3
2016 I TR	4.288,8	4.261,6	1.048,5	768,6	2.471,6	5.338,9	5.659,1	602,6	3.974,9	761,4
II TR	4.297,1	4.278,6	1.040,4	774,9	2.481,8	5.348,3	5.683,5	604,1	3.986,3	757,9
III TR	4.289,6	4.279,7	1.009,4	786,9	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,2	752,6
IV TR	4.302,2	4.303,0	997,8	796,4	2.508,0	5.409,6	5.726,2	616,6	4.042,7	750,3
2016 Ago	4.296,1	4.279,5	1.023,0	782,4	2.490,8	5.366,0	5.700,1	607,8	4.003,4	754,8
Sep	4.289,6	4.279,7	1.009,4	786,9	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,2	752,6
Oct	4.302,9	4.288,6	1.022,9	787,3	2.492,7	5.388,3	5.712,5	612,8	4.019,3	756,2
Nov	4.321,0	4.298,0	1.030,8	794,8	2.495,3	5.407,2	5.723,1	614,9	4.035,8	756,5
Dic	4.302,2	4.303,0	997,8	796,4	2.508,0	5.409,6	5.726,2	616,6	4.042,7	750,3
2017 Ene ^(p)	4.313,0	4.304,4	1.010,7	796,5	2.505,8	5.422,7	5.743,5	618,7	4.050,6	753,4
Operaciones										
2014	-61,1	-68,4	-14,2	2,3	-49,2	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,1	21,1	-64,3	32,4	18,9	98,2	76,1	21,9	79,9	-3,6
2016	81,7	97,1	-17,4	45,2	54,0	119,0	110,9	23,4	105,9	-10,4
2016 I TR	35,9	28,1	19,2	13,2	3,5	36,2	24,7	8,0	28,6	-0,4
II TR	19,5	28,5	-4,1	8,6	15,0	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
III TR	6,6	10,8	-23,1	14,9	14,8	33,8	27,4	5,1	32,5	-3,8
IV TR	19,7	29,7	-9,4	8,5	20,6	34,5	29,2	8,7	31,4	-5,6
2016 Ago	-4,0	1,3	-5,9	2,2	-0,3	11,5	8,4	3,3	9,3	-1,1
Sep	-1,3	1,9	-11,8	5,8	4,7	14,7	9,9	1,3	14,8	-1,5
Oct	16,0	11,4	13,3	0,9	1,8	7,2	9,7	4,4	4,5	-1,7
Nov	16,1	8,3	6,7	6,9	2,6	18,9	10,8	2,2	16,1	0,6
Dic	-12,4	9,9	-29,3	0,7	16,3	8,3	8,8	2,1	10,8	-4,5
2017 Ene ^(p)	17,6	12,3	16,0	1,3	0,3	14,1	18,9	2,4	8,1	3,7
Tasas de crecimiento										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,5	0,8	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2016 I TR	0,9	1,2	-2,1	5,2	0,9	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
II TR	1,3	1,9	-2,1	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
III TR	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
IV TR	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2016 Ago	1,2	2,1	-3,9	6,4	1,9	2,0	1,8	3,5	2,3	-0,7
Sep	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Oct	1,7	2,2	-1,1	5,6	1,8	1,9	1,8	3,7	2,2	-1,1
Nov	1,8	2,1	-1,8	6,6	1,9	2,1	1,9	3,6	2,5	-1,2
Dic	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2017 Ene ^(p)	1,7	2,3	-1,8	5,4	2,1	2,4	2,2	4,1	2,7	-0,8

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) 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										
2014	269,4	7.127,8	2.186,6	92,2	2.388,1	2.460,8	1.381,1	217,8	184,5	139,7
2015	284,8	6.996,4	2.119,7	79,8	2.254,0	2.543,0	1.331,6	277,1	205,9	135,6
2016	318,8	6.920,3	2.054,4	70,6	2.140,8	2.654,5	1.131,5	238,2	205,9	121,6
2016 I TR	314,7	6.962,3	2.113,6	76,9	2.179,5	2.592,3	1.282,0	304,9	247,1	152,1
II TR	319,3	7.006,3	2.094,1	74,6	2.175,8	2.661,8	1.275,3	313,9	238,0	144,0
III TR	310,1	6.960,6	2.068,5	72,4	2.125,1	2.694,6	1.171,0	309,7	209,2	129,1
IV TR	318,8	6.920,3	2.054,4	70,6	2.140,8	2.654,5	1.131,5	238,2	205,9	121,6
2016 Ago	318,8	6.967,2	2.077,7	73,2	2.142,1	2.674,3	1.182,9	316,2	215,4	134,6
Sep	310,1	6.960,6	2.068,5	72,4	2.125,1	2.694,6	1.171,0	309,7	209,2	129,1
Oct	324,1	6.950,9	2.071,2	72,4	2.123,5	2.683,9	1.113,4	320,1	193,0	133,7
Nov	296,6	6.934,5	2.061,6	71,9	2.136,6	2.664,4	1.083,9	319,7	194,7	121,3
Dic	318,8	6.920,3	2.054,4	70,6	2.140,8	2.654,5	1.131,5	238,2	205,9	121,6
2017 Ene ⁴⁾	302,9	6.871,9	2.036,9	70,0	2.127,4	2.637,6	1.120,2	219,7	176,5	106,3
Operaciones										
2014	-4,0	-165,5	-120,8	2,0	-154,5	107,8	237,7	-5,9	0,7	17,8
2015	9,2	-221,6	-106,2	-13,5	-209,3	107,3	-98,6	-3,0	21,4	-4,0
2016	31,0	-148,7	-72,5	-9,1	-120,6	53,6	-295,4	-54,7	12,8	-12,0
2016 I TR	29,4	-56,6	-3,5	-2,8	-45,9	-4,4	-74,8	33,9	41,3	17,3
II TR	4,2	-13,0	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-71,6	8,2	-9,2	-8,1
III TR	-9,2	-53,8	-25,8	-2,0	-41,5	15,5	-106,2	-4,2	-19,2	-13,7
IV TR	6,6	-25,3	-20,8	-2,6	-17,3	15,4	-42,8	-92,7	-0,2	-7,5
2016 Ago	-7,6	-7,7	-7,1	-0,7	-7,2	7,3	-32,8	5,2	2,5	6,4
Sep	-8,7	-21,3	-9,4	-0,6	-15,8	4,4	-18,7	-9,2	3,4	-4,3
Oct	13,1	0,8	-1,3	-0,8	-8,7	11,6	-52,7	-8,6	-13,1	4,7
Nov	-27,6	-10,2	-11,7	-0,5	-5,4	7,3	-11,6	-29,5	1,7	-12,4
Dic	21,0	-15,9	-7,8	-1,3	-3,3	-3,5	21,5	-54,6	11,2	0,3
2017 Ene ⁴⁾	-16,3	-22,2	-11,2	-0,6	-5,6	-4,8	11,8	-53,6	-28,3	-14,7
Tasas de crecimiento										
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2016 I TR	11,0	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,8	-5,9
II TR	20,1	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	-	-	3,6	-2,9
III TR	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2
IV TR	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2016 Ago	15,4	-2,5	-3,9	-12,3	-6,6	2,8	-	-	1,4	1,1
Sep	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2
Oct	-7,2	-2,1	-3,4	-11,8	-6,0	2,8	-	-	4,5	-6,3
Nov	0,1	-2,1	-3,2	-10,7	-5,9	2,5	-	-	-4,9	-15,6
Dic	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2017 Ene ⁴⁾	-1,4	-2,0	-3,6	-11,0	-4,8	1,8	-	-	-12,2	-23,8

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/superávit (+) primarios
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,6	-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	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 IV TR	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 I TR	-1,9	.	.	.	.	0,4
II TR	-1,8	.	.	.	.	0,5
III TR	-1,7	.	.	.	.	0,5

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

6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,3	3,0	22,6	4,5
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2015 IV TR	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2016 I TR	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,9	3,9
II TR	46,4	45,9	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,9	3,9
III TR	46,4	45,9	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,8

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	89,5	3,0	17,6	68,9	45,6	26,3	43,9	11,3	78,1	19,6	31,4	38,4	87,3	2,2
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	46,2	26,3	45,1	10,4	80,9	19,5	32,0	39,8	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,2	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	18,9	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,4	2,8	16,2	71,4	45,6	27,5	44,8	9,3	81,1	17,7	31,4	41,3	88,3	2,1
2015 IV TR	90,4	2,8	16,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 I TR	91,3	2,7	16,1	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	91,2	2,7	16,0	72,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	90,1	2,7	15,6	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores 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	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6
2014	0,7	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,8	2,5
2015	-1,6	-0,3	-0,9	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2015 IV TR	-1,7	-0,3	-0,9	-0,6	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	1,2
2016 I TR	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	1,4
II TR	-0,9	-0,5	0,2	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,6	2,0
III TR	-1,4	-0,5	-0,5	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	1,5

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

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

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

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾						
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	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
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,8	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	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,7	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2015 IV TR	14,8	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	15,5	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
II TR	15,3	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
III TR	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
2016 Ago	15,0	13,2	4,7	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Sep	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
Oct	14,9	13,1	3,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Nov	14,9	13,1	4,5	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Dic	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 Ene	14,8	13,0	5,0	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

4) 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	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8
2013	-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8
2015	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1
2015 IV TR	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1
2016 I TR	-2,6	0,8	0,7	-1,5	-6,3	-5,1	-3,3	-2,5	-0,2
II TR	-2,8	0,8	0,8	-1,4	-5,2	-5,3	-3,1	-2,3	-1,2
III TR	-3,2	0,6	0,6	-1,8	-3,2	-4,8	-3,2	-2,3	-0,9
Deuda pública									
2012	104,1	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3
2013	105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2
2014	106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1
2015	105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5
2015 IV TR	106,0	71,2	10,1	78,6	177,4	99,3	96,2	132,3	108,9
2016 I TR	109,1	70,9	9,9	80,0	176,4	101,1	97,5	135,0	107,9
II TR	109,6	70,2	9,7	77,7	179,8	101,0	98,3	135,5	107,6
III TR	108,8	69,4	9,6	77,1	176,9	100,3	97,5	132,7	110,6

	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2015 IV TR	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2016 I TR	-1,0	-0,1	1,6	-0,2	-1,6	-0,8	-3,8	-2,5	-2,6	-2,0
II TR	-0,7	0,4	1,5	0,4	-0,8	-1,0	-3,5	-1,7	-2,5	-2,2
III TR	-0,2	0,3	1,5	0,6	-0,3	-0,4	-3,6	-1,5	-2,3	-2,1
Deuda pública										
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2	53,9
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5	63,6
2015 IV TR	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,9	63,6
2016 I TR	36,1	40,0	22,4	62,1	64,8	86,5	128,9	83,6	51,8	64,2
II TR	38,8	40,1	22,0	61,4	63,7	86,7	131,7	82,4	52,9	61,6
III TR	37,9	41,3	21,5	60,4	61,9	84,4	133,4	82,6	52,7	61,6

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2017

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

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 8 de marzo de 2017.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-17-002-ES-N (edición electrónica)