



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 6 / 2017



# Índice

<b>Evolución económica y monetaria</b>	<b>2</b>
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	11
3 Actividad económica	17
4 Precios y costes	23
5 Dinero y crédito	28
6 Evolución de las finanzas públicas	36
<b>Recuadros</b>	<b>39</b>
1 La dinámica de la inversión en las economías avanzadas desde la crisis financiera	39
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 3 de mayo y el 25 de julio de 2017	45
3 Evolución reciente de la oferta de trabajo en la zona del euro	50
4 La reducción del desempleo desde una perspectiva histórica	56
5 Necesidades de reformas estructurales en la zona del euro: información de una encuesta a grandes empresas	60
6 El papel de los efectos de comparación en la senda prevista de la inflación medida por el IAPC	66
7 La base monetaria, el agregado monetario amplio y el APP	70
<b>Artículo</b>	<b>74</b>
1 Modelización de la calidad de los billetes en euros	74
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**En su reunión de política monetaria del 7 de septiembre de 2017, el Consejo de Gobierno consideró que la expansión económica actual permite confiar en que la inflación evolucione de forma gradual hacia niveles compatibles con su objetivo de inflación, aunque aún deberá traducirse suficientemente en una dinámica de inflación más sólida.** La expansión económica, que registró una aceleración mayor de lo esperado en el primer semestre de 2017, sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores. Al mismo tiempo, la reciente volatilidad del tipo de cambio constituye una fuente de incertidumbre que requiere un seguimiento en lo que se refiere a sus posibles implicaciones para las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo. Los indicadores de la inflación subyacente han repuntado ligeramente en los últimos meses, pero, en conjunto, permanecen en niveles moderados. En consecuencia, aún se necesita un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones sobre la inflación subyacente aumenten gradualmente y respalden la evolución de la inflación general a medio plazo. Por tanto, el Consejo de Gobierno mantuvo la orientación de su política monetaria y decidirá en otoño acerca de la calibración de los instrumentos de política monetaria una vez finalizado el año.

## Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 7 de septiembre de 2017

**La expansión económica de la zona del euro continúa y es cada vez más sólida, y las medidas de política monetaria del BCE están favoreciendo la demanda interna.** El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,6 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2017, tras el 0,5 % registrado en el primer trimestre. El crecimiento del PIB real está sustentado principalmente en la demanda interna. La mejora del empleo, favorecida también por anteriores reformas de los mercados de trabajo, y el incremento de la riqueza de los hogares respaldan el consumo privado. La recuperación de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y del aumento de la rentabilidad empresarial. Las encuestas y los indicadores de coyuntura confirman las perspectivas de un fuerte ritmo de crecimiento a corto plazo.

**La generalización de la recuperación mundial respaldará las exportaciones de la zona del euro.** Se prevé una aceleración moderada de la actividad económica mundial, respaldada por el apoyo sostenido de las políticas monetarias y fiscales en las economías avanzadas y por la recuperación de las economías emergentes exportadoras de materias primas. Después de experimentar una notable mejora a finales de 2016 y principios de 2017, el comercio mundial se ha ralentizado recientemente, pero los indicadores adelantados continúan señalando unas perspectivas positivas. En conjunto, la recuperación mundial generalizada mitigará

el impacto potencial sobre las exportaciones de un tipo de cambio más fuerte, que se ha apreciado en un 3,4 % en cifras ponderadas por el comercio desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada en junio.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017 prevén un crecimiento del PIB real del 2,2 % en 2017, del 1,8 % en 2018 y del 1,7 % en 2019.** En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2017, las tasas de crecimiento esperadas se han revisado al alza para 2017 y se mantienen prácticamente sin cambios para los años posteriores. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados. Por una parte, el actual impulso cíclico positivo aumenta las posibilidades de que se produzca un repunte económico más intenso de lo esperado. Por otra, persisten los riesgos a la baja relacionados principalmente con factores de carácter global y con la evolución de los mercados de divisas.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,5 % en agosto de 2017, frente al 1,3 % de julio.** Esta evolución fue consecuencia del avance de la inflación de la energía y, en menor medida, de los alimentos elaborados. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual muestren un descenso temporal hacia finales de este año y principios del siguiente, principalmente por el reflejo de los efectos de comparación de los precios de la energía, antes de volver a aumentar.

**Aunque los indicadores de la inflación subyacente han registrado un repunte moderado en los últimos meses, aún no muestran signos convincentes de una tendencia al alza sostenida.** La estimación de avance de Eurostat sugiere que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,2 % en agosto, sin variación con respecto a julio, pero 0,4 puntos porcentuales por encima de la media del último trimestre de 2016. Las presiones de costes de origen interno, principalmente procedentes de los mercados de trabajo, siguen siendo débiles. Se espera que la inflación subyacente de la zona del euro aumente de forma gradual a medio plazo, sustentada en las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica, la correspondiente absorción progresiva de la capacidad productiva sin utilizar y el incremento de los salarios.

**Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,2 % en 2018 y el 1,5 % en 2019.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC general se han revisado ligeramente a la baja, sobre todo como reflejo de la reciente apreciación del tipo de cambio del euro.

**Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro continúe reduciéndose durante el horizonte de proyección (2017-2019), debido a la mejora de las condiciones cíclicas y a la disminución de los pagos por intereses.** Sobre la base de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del

BCE de septiembre de 2017, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro pase del 1,5 % del PIB en 2016 al 0,9 % del PIB en 2019. Sin embargo, los déficits estructurales no están disminuyendo, a pesar de la favorable dinámica de crecimiento.

**El crecimiento monetario siguió siendo sólido, pese a cierta volatilidad mensual.** El crecimiento de los préstamos al sector privado continuó recuperándose. Asimismo, se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras se moderó ligeramente en el segundo trimestre de 2017.

**La transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas en los últimos años sigue respaldando notablemente las condiciones de financiación.** Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de junio, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se han mantenido prácticamente sin variación. Los diferenciales de los valores de renta fija privada frente al tipo de interés libre de riesgo se han reducido ligeramente y se mantienen por debajo de los niveles observados a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el programa de compras de bonos corporativos.

## Decisiones de política monetaria

**Teniendo en cuenta los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario, el Consejo de Gobierno concluyó que es necesario mantener un grado de acomodación monetaria muy sustancial para asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %.** El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y espera que se mantengan en los niveles actuales durante un período prolongado que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que está previsto que las compras netas de activos continúen al ritmo actual 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 llevan a cabo paralelamente a la reinversión de los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP, en sus siglas en inglés) a medida que vayan venciendo. Además, el Consejo de Gobierno volvió a confirmar su compromiso de ampliar el volumen y/o la duración del APP si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el progreso hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación. Este otoño el Consejo de Gobierno decidirá acerca de la calibración de los instrumentos de política monetaria una vez finalizado el año, teniendo en cuenta la senda de inflación esperada y las condiciones financieras necesarias para un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %.

## 1 Entorno exterior

*La economía mundial continúa registrando un sólido ritmo de expansión. Tras una pérdida de impulso temporal en algunos países en los primeros meses del año, los datos disponibles indican un repunte del crecimiento del PIB mundial. De cara al futuro, se prevé una aceleración moderada de la actividad económica mundial, respaldada por el apoyo sostenido de las políticas monetarias y fiscales en las economías avanzadas y por la recuperación de las economías emergentes exportadoras de materias primas. Después de experimentar una notable mejora a finales de 2016 y principios de 2017, el comercio mundial se ha ralentizado recientemente, pero los indicadores adelantados continúan señalando unas perspectivas positivas. Se espera que la inflación mundial aumente a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar a escala global.*

### Actividad económica y comercio mundiales

#### **La economía mundial ha continuado su expansión de forma ininterrumpida.**

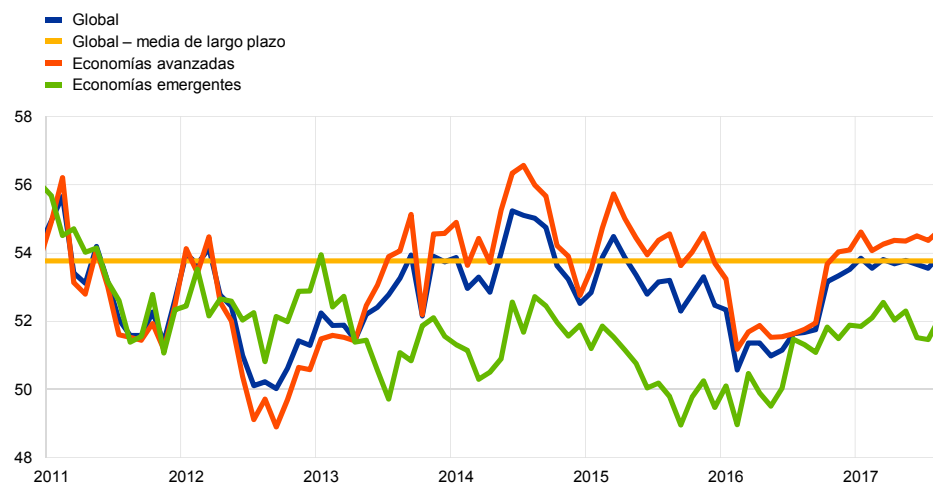
Tras una caída temporal del crecimiento en algunas economías en el primer trimestre, los últimos datos y los indicadores de opinión muestran un repunte del crecimiento global. Por lo que se refiere a las economías avanzadas, el crecimiento del PIB se recuperó en Estados Unidos en el segundo trimestre, ya que el gasto en consumo y las existencias repuntaron con respecto a los reducidos niveles registrados anteriormente, respaldados por la mejora del mercado de trabajo y la elevada confianza de los hogares. En Japón, la actividad avanzó con fuerza en el segundo trimestre sustentada en un entorno exterior favorable y en las medidas de estímulo fiscal. En cambio, en el Reino Unido la actividad se mantuvo relativamente moderada, debido a que las rentas de los hogares se vieron afectadas por la subida de la inflación y el descenso de los salarios reales. En cuanto a las economías emergentes, la actividad en Brasil y en Rusia se ha visto favorecida por el repunte del crecimiento tras las profundas recesiones que han atravesado, mientras que, en la India y en China, el crecimiento económico siguió siendo sólido.

**Los indicadores de opinión sugieren un crecimiento global sostenido a corto plazo.** El índice PMI compuesto global de producción (excluida la zona del euro) aumentó en agosto hasta situarse justo por encima de la media de largo plazo. Los resultados de la encuesta indican que la expansión continúa al ritmo más rápido observado desde principios de 2015 (véase gráfico 1). Los indicadores de sentimiento económico también han mejorado en los últimos meses.

## Gráfico 1

### Índice PMI compuesto global de producción

(Índice de difusión)



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

Notas: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017. La «media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y agosto de 2017.

#### **Las condiciones financieras internacionales siguen siendo, en general, favorables.**

En las economías avanzadas, los mercados de renta variable básicamente no han experimentado variaciones en las últimas semanas en un contexto de volatilidad reducida y baja aversión al riesgo. Los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos y en el Reino Unido se han moderado en los dos últimos meses. En Japón, la estabilidad de los rendimientos reflejó el programa para controlar la pendiente de la curva de rendimientos del Banco de Japón. Las condiciones financieras de las economías emergentes también se están beneficiando de las expectativas de unas perspectivas de crecimiento mundial más optimistas en un contexto de sólidos flujos de capital. En China, las condiciones financieras se han suavizado en cierta medida después de un período de considerable endurecimiento por parte de las autoridades para reducir el apalancamiento del sistema financiero.

#### **Las políticas monetarias continúan siendo acomodaticias en las economías avanzadas, y los bancos centrales de algunas economías emergentes han reducido sus tipos de interés.**

En consonancia con las expectativas de los mercados, la Reserva Federal incrementó los tipos de interés en su reunión de junio y anunció también su intención de empezar a normalizar su balance en meses posteriores del año. No obstante, los mercados continúan descontando un endurecimiento muy gradual de la política monetaria en Estados Unidos, al tiempo que se espera que los bancos centrales de otras economías avanzadas mantengan su orientación acomodaticia. Entre las economías emergentes, algunos países exportadores de materias primas redujeron sus tipos de interés oficiales, ya que las presiones inflacionistas remitieron y los tipos de cambio se estabilizaron.

#### **De cara al futuro, se espera una aceleración gradual de la actividad económica mundial.**

Las perspectivas de las economías avanzadas indican una expansión moderada, sustentada en un apoyo sostenido de las políticas monetarias y fiscales,

a medida que continúa la recuperación cíclica y se cierran paulatinamente las brechas de producción. En las economías emergentes, las perspectivas están respaldadas por un crecimiento sólido en China y en la India y, en los países exportadores de materias primas, por la recuperación del impacto de las significativas perturbaciones adversas sobre la relación real de intercambio. Con todo, el ritmo de expansión mundial se mantendrá por debajo de las tasas anteriores a la crisis, lo que es coherente con las estimaciones que sugieren que el potencial de crecimiento ha disminuido en los últimos años tanto en las economías más avanzadas como en las emergentes. Uno de los factores que explican esta ralentización ha sido las reducidas aportaciones de capital. En el recuadro 1 se analizan con más detalle los factores determinantes de la contención de la inversión en las economías avanzadas.

**En Estados Unidos, se espera que la actividad se fortalezca.** Se prevé que la reciente depreciación del dólar estadounidense y el repunte del crecimiento mundial impulsen la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento. El gasto en consumo debería verse reforzado adicionalmente por las subidas de los precios de las acciones y de la vivienda, junto con la elevada confianza de los consumidores y la mejora de las condiciones en el mercado de trabajo. Según las proyecciones, la inversión aumentará a un ritmo sostenido, habida cuenta de que las empresas han indicado que los beneficios se han incrementado y que la confianza empresarial es sólida. Sin embargo, las expectativas de los mercados de reducción de los estímulos fiscales impulsarán la actividad económica menos de lo previsto anteriormente. Asimismo, a corto plazo existe cierta incertidumbre sobre el impacto del huracán Harvey en la actividad económica de las regiones afectadas.

**En el Reino Unido, se prevé que el crecimiento del PIB real se mantenga relativamente contenido a corto plazo.** Aunque es probable que la depreciación de la libra esterlina favorezca las exportaciones, el aumento de la inflación reducirá las rentas reales de los hogares y el consumo privado. La elevada incertidumbre en torno a los futuros acuerdos comerciales del Reino Unido también está influyendo en la inversión.

**En Japón, las políticas acomodaticias siguen contribuyendo a la expansión económica.** A corto plazo, la política monetaria acomodaticia y el programa de estímulos fiscales deberían respaldar la demanda interna, mientras las exportaciones se recuperan gradualmente con la mejora de la demanda exterior. Sin embargo, a más largo plazo se espera que la actividad se ralentice y se aproxime a su potencial a medida que disminuya el apoyo fiscal y el grado de holgura de la economía. Además, pese a la intensa creación de empleo, los incrementos salariales han seguido siendo moderados, frenando las perspectivas de consumo privado.

**En China, la actividad continúa creciendo a un ritmo sólido, favorecida por la fortaleza del consumo y el auge del mercado de la vivienda.** Si bien la política fiscal debería seguir favoreciendo la actividad, se espera que la atención que también están prestando las autoridades a la contención de los riesgos para la estabilidad financiera sustente un reequilibrio gradual a medida que disminuya la inversión.



### Los países de Europa Central y Oriental se benefician del vigor del consumo y de la inversión, esta última favorecida por los fondos estructurales de la UE.

Aunque se prevé que la inflación aumente gradualmente, reflejando la desaparición de los efectos de las caídas de los precios de la energía, se espera que la renta real disponible respalde el crecimiento del PIB como resultado de una nueva mejora del mercado de trabajo y del crecimiento de los salarios.

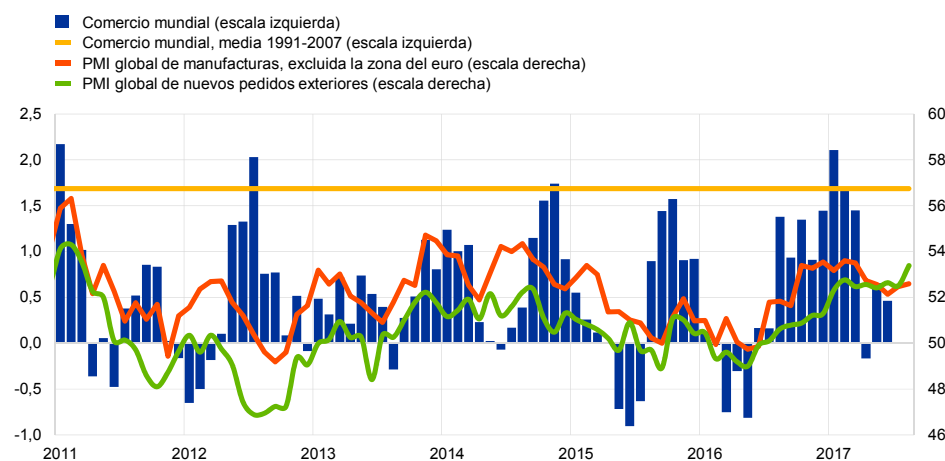
**Los principales países exportadores de materias primas continúan recuperándose de las profundas recesiones que han experimentado.** En Rusia, es probable que el repunte de la actividad observado desde comienzos del año se mantenga, favorecido por los precios del petróleo, un entorno exterior favorable y una política monetaria acomodaticia. El consumo debería mejorar a un ritmo moderado en respuesta al aumento de los salarios reales y a la mayor confianza de los consumidores, aunque parte de niveles muy reducidos. Los retos fiscales seguirán afectando al crecimiento. Se espera que la actividad económica en Brasil se beneficie de la estabilización de la confianza empresarial, de la mejora de la relación real de intercambio y de la relajación de las condiciones financieras. Al mismo tiempo, las recurrentes incertidumbres políticas y las necesidades de consolidación fiscal siguen lastrando las perspectivas a medio plazo.

**El crecimiento del comercio mundial se ralentizó durante el segundo trimestre, pero los indicadores adelantados continúan señalando unas perspectivas positivas.** Las importaciones de bienes en términos reales aumentaron un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2017, por debajo del ritmo observado en el trimestre anterior (véase gráfico 2). La reducción del comercio de bienes estuvo determinada principalmente por las economías emergentes. Sin embargo, los indicadores adelantados señalan perspectivas positivas para el comercio mundial a corto plazo, y el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó en agosto. A más largo plazo, se prevé que el comercio mundial avance básicamente en consonancia con la actividad mundial.

### Gráfico 2

#### Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017 (PMI) y a junio de 2017 (comercio).

**En conjunto, se prevé un aumento gradual del crecimiento mundial en el período 2017-2019.** Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro), se acelerará desde el 3,2 % de 2016 hasta el 3,7 % 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 % de 2016 hasta el 4,7 % en 2017, y que registre un crecimiento del 3,4 % en 2018 y del 3,5 % en 2019. En comparación con las proyecciones de junio de 2017, la previsión de avance del PIB mundial apenas ha variado, y las revisiones a la baja de las perspectivas para Estados Unidos reflejan las expectativas de reducción de los estímulos fiscales, que se compensan con unas perspectivas más optimistas para algunas economías emergentes. El crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro se ha revisado al alza para 2017, debido fundamentalmente a una mejora de los datos sobre importaciones en el primer trimestre.

**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.** En cuanto a los riesgos al alza, cabe la posibilidad de que la mejora de la confianza —como muestran las encuestas y los mercados financieros— se traduzca en una recuperación más rápida de la actividad y del comercio en el corto plazo. Entre los principales riesgos a la baja se incluyen un mayor proteccionismo comercial; 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 en China, y la potencial volatilidad derivada de la incertidumbre política y geopolítica, como la relativa a las negociaciones sobre las relaciones futuras entre el Reino Unido y la Unión Europea. Por último, existe una incertidumbre considerable en torno a las perspectivas de política fiscal en Estados Unidos.

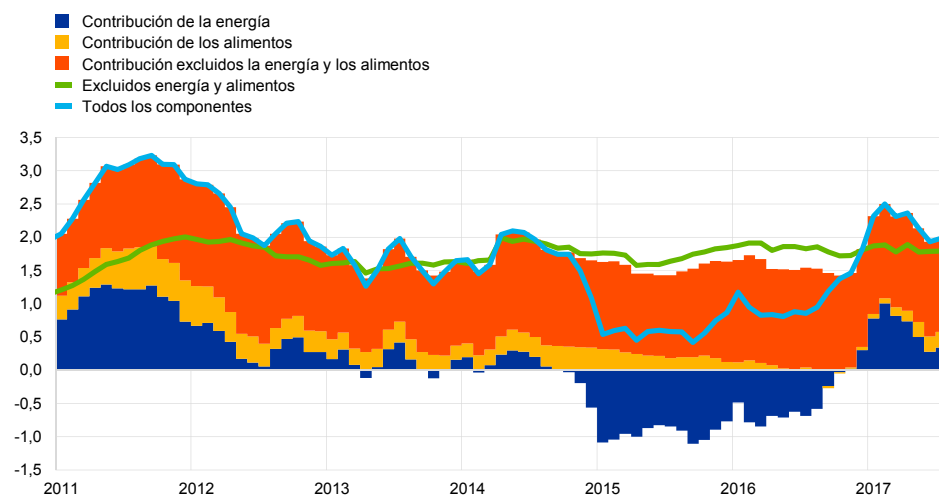
## Evolución mundial de los precios

**La inflación mundial medida por los precios de consumo se ha mantenido relativamente contenida.** Después de descender en la primera parte de este año a medida que se reducía la contribución de los precios de la energía, la inflación interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE se incrementó ligeramente en julio hasta situarse en el 2 % (véase gráfico 3). En estos países, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable en el 1,8 % en julio.

### Gráfico 3

#### Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: OCDE.

Nota: La última observación corresponde a julio de 2017.

**Los precios del petróleo han aumentado en las últimas semanas.** Después de descender en las primeras semanas del verano, los precios del Brent se han recuperado hasta situarse en torno a 52 dólares estadounidenses por barril. Este incremento reflejó las expectativas de un reajuste algo más rápido del mercado del petróleo. Las existencias de crudo de Estados Unidos se redujeron más de lo esperado por el mercado, mientras que la demanda de petróleo se incrementó ligeramente en el segundo trimestre de 2017. Al mismo tiempo, las restricciones de oferta impulsaron los precios en un entorno de disminución de la tasa de crecimiento del número de plataformas petroleras en Estados Unidos y de expectativas de reducción de las exportaciones de crudo de Arabia Saudí. Por el momento, ni los precios del Brent ni las cotizaciones de los futuros se han visto afectados por la tormenta tropical Harvey que sacudió a la parte estadounidense del golfo de México.

**De cara al futuro, se espera que la inflación mundial aumente lentamente, después de moderarse ligeramente en el corto plazo.** La curva sobre futuros del petróleo indica un leve aumento de los precios del crudo durante el horizonte de proyección, con una modesta contribución positiva a la inflación de los precios de la energía. Al mismo tiempo, la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global debería sostener la inflación subyacente.

## 2 Evolución financiera

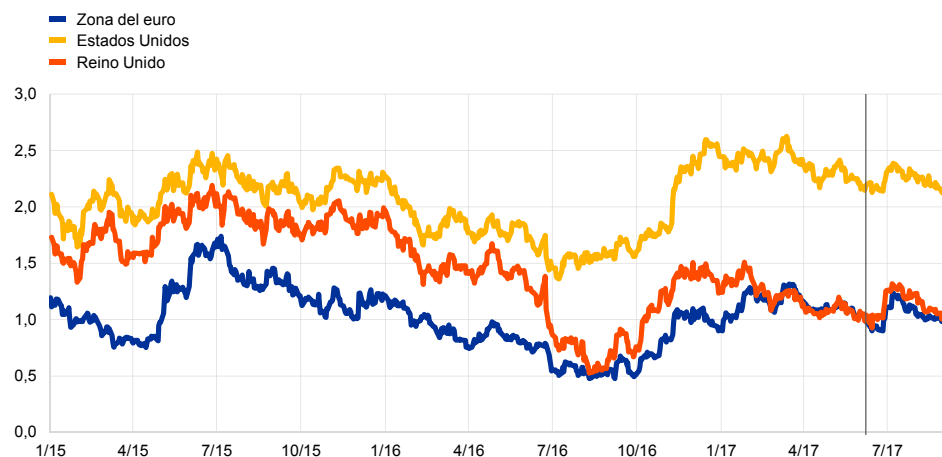
*Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno del 8 de junio, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se han mantenido prácticamente sin variación. Los diferenciales de los valores de renta fija privada frente al tipo de interés libre de riesgo han registrado un descenso marginal y se mantienen por debajo de los niveles observados a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro han disminuido, debido principalmente a un aumento de la percepción de riesgos geopolíticos, pero siguen estando respaldados por las firmes expectativas de beneficios. En los mercados cambiarios, el euro experimentó una acusada apreciación.*

**En general, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro apenas han variado desde principios de junio.** Durante el período de referencia (del 8 de junio al 6 de septiembre de 2017), el tipo *swap* del eonia (OIS) a diez años de la zona del euro aumentó 3 puntos básicos, hasta situarse en el 0,58 %, mientras que el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó un punto básico y se situó en el 0,99 % (véase gráfico 4). En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se redujeron 8 puntos básicos, hasta el 2,11 %. La evolución de los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro desde comienzos de junio se mantuvo contenida, en general, ocultando un episodio de volatilidad específico cuando los participantes en los mercados revisaron bruscamente sus expectativas relativas a la senda futura de la política monetaria, lo que provocó un aumento de los rendimientos. Sin embargo, este incremento se revirtió hacia finales del período de referencia, como resultado, en parte, de las tensiones geopolíticas y de la publicación de datos macroeconómicos menos positivos dentro y fuera de la zona del euro.

#### Gráfico 4

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

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

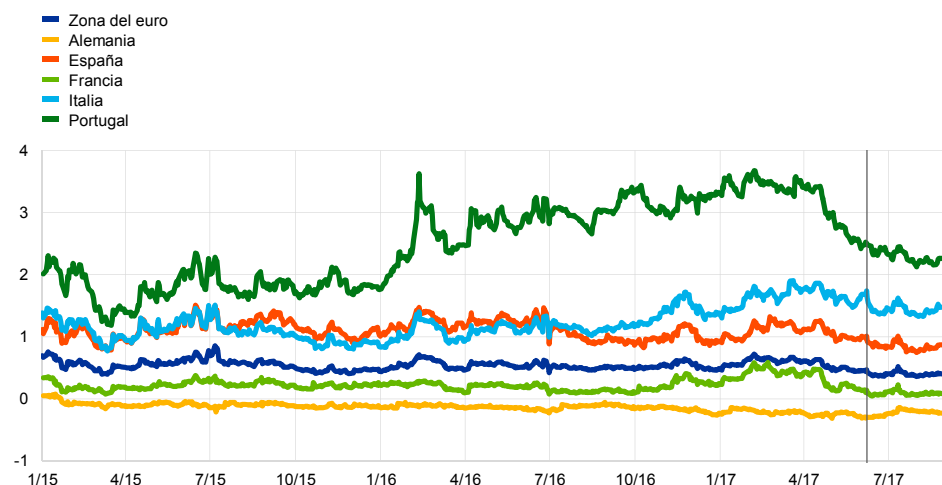
Notas: Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 8 de junio de 2017. La última observación corresponde al 6 de septiembre de 2017.

**Los diferenciales de deuda soberana frente a los tipos *swap* del eonia libres de riesgo disminuyeron en varios países en un entorno de mejora de las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro.** Estas disminuciones, que oscilaron entre 1 punto básico en Francia y 19 puntos básicos en Italia y 20 puntos básicos en Portugal (véase gráfico 5), se precipitaron inicialmente tras los resultados de las elecciones presidenciales francesas de abril, y, a partir de entonces, reflejaron principalmente una mejora del entorno macroeconómico de la zona del euro.

#### Gráfico 5

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

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

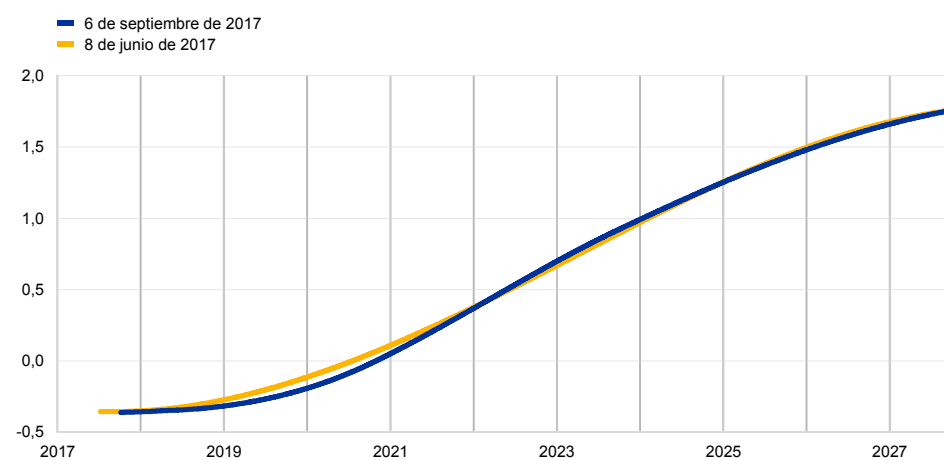
Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia del rendimiento de la deuda soberana. Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 8 de junio de 2017. La última observación corresponde al 6 de septiembre de 2017.

La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) ha registrado un ligero movimiento a la baja en los plazos cortos, pero se mantiene prácticamente sin variación en los plazos más largos (véase gráfico 6). El perfil gradualmente ascendente de la curva sugiere que los participantes en el mercado continúan esperando que los tipos del eonia sigan siendo negativos durante un período prolongado, aproximadamente hasta mediados de 2020.

### Gráfico 6

#### Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

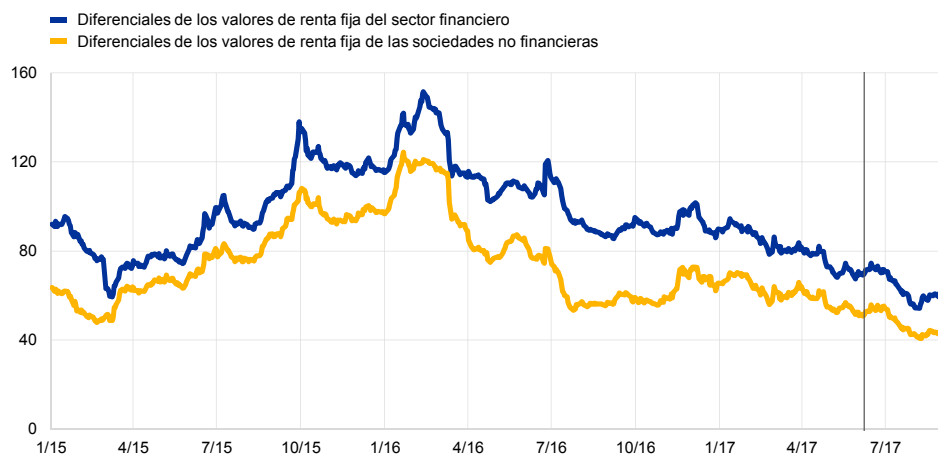
**El eonia ha fluctuado en torno a –36 puntos básicos durante el período considerado.** El exceso de liquidez aumentó alrededor de 100 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.770 mm de euros, debido a las adquisiciones realizadas en el marco del programa ampliado de compra de activos. La situación de liquidez se analiza con más detalle en el recuadro 2.

**Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras descendieron ligeramente durante el período considerado (véase gráfico 7).** El 6 de septiembre, los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión (respecto a la media de la correspondiente curva de rendimientos de los bonos con calificación AAA de la zona del euro) de las sociedades no financieras se contrajeron, en promedio, 5 puntos básicos con respecto a principios de junio y se situaron unos 70 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del CSPP. Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero y por las sociedades no financieras con calificación inferior al grado de inversión también se estrecharon durante el período de referencia, 39 y 6 puntos básicos, respectivamente. Los reducidos niveles y la compresión adicional de los diferenciales de los valores de renta fija privada están en consonancia con el afianzamiento de la recuperación económica.

## Gráfico 7

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia, el 8 de junio de 2017. La última observación corresponde al 6 de septiembre de 2017.

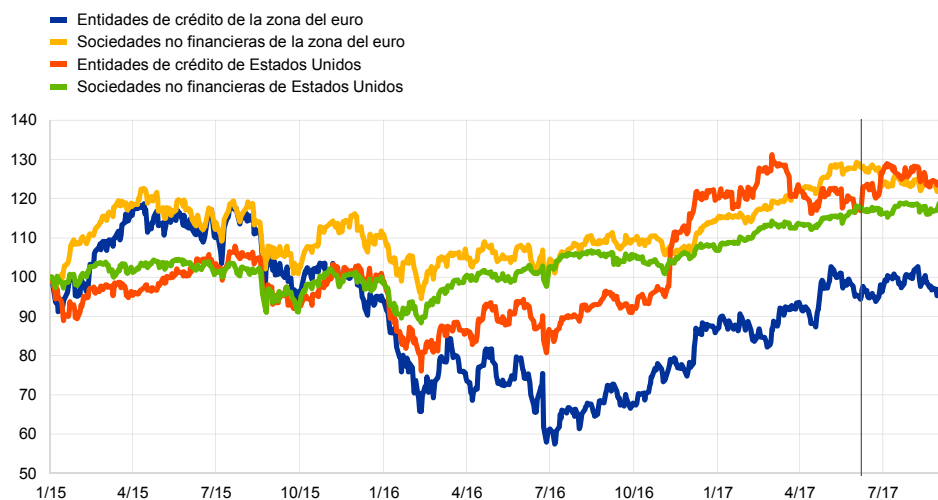
#### Los precios de las acciones de la zona del euro han disminuido desde principios de junio (véase gráfico 8).

Al final del período considerado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro eran alrededor de un 3 % más bajos, mientras que las cotizaciones del sector financiero cayeron un 2,5 %. Los descensos reflejan, principalmente, el aumento de la percepción de riesgos geopolíticos. No obstante, los precios de las acciones de las entidades de crédito se mantienen, en general, en torno a un 65 % por encima de los reducidos niveles registrados tras el referéndum del Reino Unido sobre su pertenencia a la UE celebrado en junio de 2016 (en el caso de las sociedades no financieras, las cotizaciones son solo un 25 % más elevadas). Frente al retroceso que los precios de las acciones de las sociedades no financieras experimentaron en la zona del euro, en Estados Unidos cerraron el período analizado con una subida del 1,5 %. Una posible explicación del peor comportamiento de estos valores en la zona del euro es que la apreciación del tipo de cambio del euro ha frenado las expectativas de los mercados relativas a los beneficios a corto plazo de las empresas que dependen en gran medida de las exportaciones. Sin embargo, las expectativas de beneficios a largo plazo siguen siendo fuertes y continúan respaldando los precios de las acciones de las sociedades no financieras. Las expectativas de los mercados sobre la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro aumentaron como consecuencia de la intensificación de las tensiones geopolíticas a mediados de agosto, pero desde entonces han vuelto a los bajos niveles que han prevalecido durante 2017. En Estados Unidos, las expectativas relativas a la volatilidad de los precios de las acciones también han disminuido en general.

## Gráfico 8

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

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia, el 8 de junio de 2017. La última observación corresponde al 6 de septiembre de 2017.

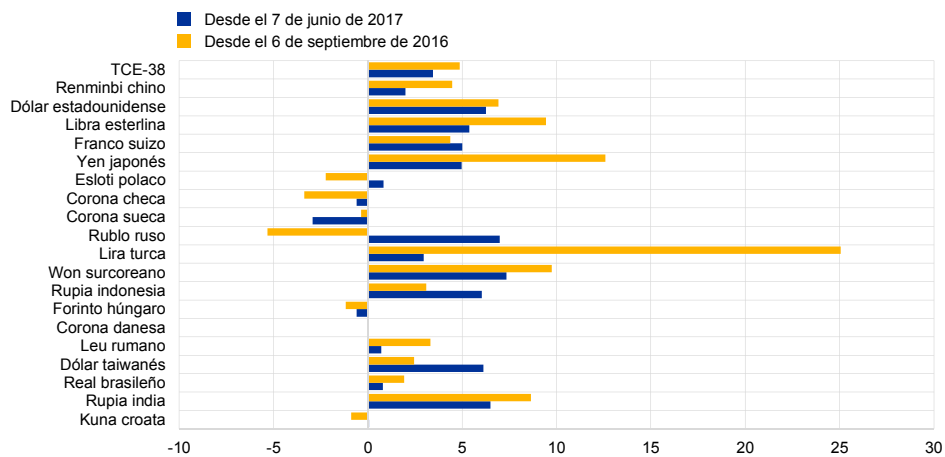
**En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado un 3,7 % en cifras ponderadas por el comercio desde principios de junio (véase gráfico 9).** El euro se ha apreciado frente al resto de las principales monedas en un entorno de mejora de las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro. En términos bilaterales, desde el 8 de junio, el euro se ha fortalecido un 6,3 % frente al dólar estadounidense, un 5 % frente al yen japonés, un 5,4 % frente a la libra esterlina y un 5 % frente al franco suizo. El euro también se ha revalorizado frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes, entre ellas, el renminbi chino (2 %), así como frente a las monedas de otras economías de Asia, mientras que se ha depreciado ligeramente frente a las de algunos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. La apreciación del euro frente al dólar estadounidense ha estado impulsada, prácticamente en la misma medida, por tres factores: la mejora de las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, el endurecimiento de la orientación de la política monetaria en relación con Estados Unidos y un componente exógeno que refleja posiblemente la mejora del sentimiento de los mercados con respecto al tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense.



## Gráfico 9

### Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: TCE-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 6 de septiembre de 2017.

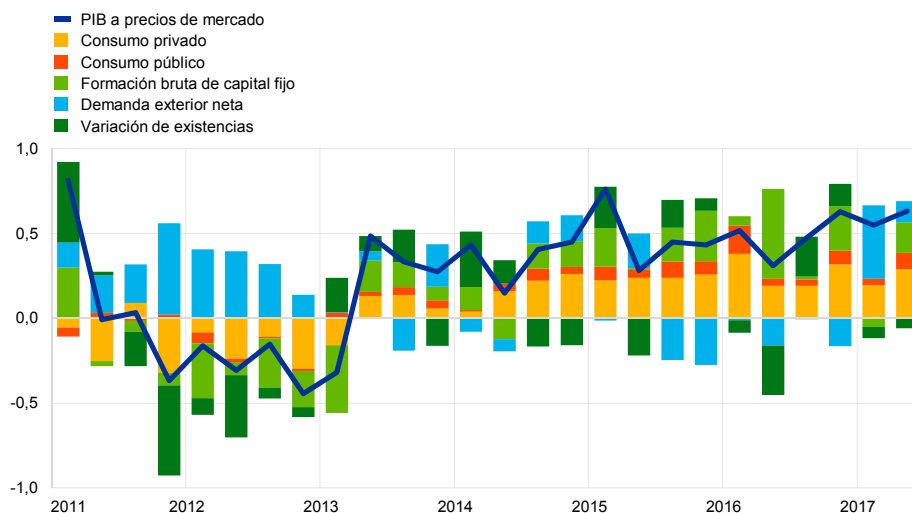
### 3 Actividad económica

La expansión económica de la zona del euro continúa y es cada vez más sólida. El crecimiento del PIB real se está sustentando principalmente en la demanda interna. Las encuestas y los indicadores de coyuntura confirman las perspectivas de fuerte ritmo de crecimiento a corto plazo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2017, las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2017 se han revisado al alza para 2017 y básicamente no se han modificado para años posteriores. Según estas proyecciones, el PIB real de la zona del euro se incrementará un 2,2 % en 2017, un 1,8 % en 2018 y un 1,7 % en 2019.

**La expansión económica de la zona del euro ha cobrado impulso y se está sustentando principalmente en la demanda interna.** El PIB real aumentó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2017, tras el avance del 0,5 % registrado en el trimestre anterior (véase gráfico 10). La demanda interna siguió siendo el motor del crecimiento, junto con una contribución más reducida de la demanda exterior neta, mientras que la aportación de la variación de existencias fue ligeramente negativa. Por el lado de la producción, el avance de la actividad económica fue generalizado, con un crecimiento positivo del valor añadido en la industria (excluida la construcción), así como en la construcción y en los servicios.

**Gráfico 10**  
PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2017.

**Los mercados de trabajo de la zona del euro siguen mostrando una evolución favorable.** El crecimiento del empleo en la zona del euro continuó en el primer trimestre de 2017 con un avance del 0,4 % en tasa intertrimestral, con lo que por primera vez superó el máximo anterior a la crisis alcanzado en 2008 (véase gráfico 11). Aunque las horas medias trabajadas por persona ocupada se han mantenido prácticamente estables, el número total de horas trabajadas

también siguió recuperándose, pese a que, en promedio, tanto los empleados a tiempo completo como a tiempo parcial trabajaron más horas, habida cuenta de que estos aumentos se han visto contrarrestados por un cambio en la composición del empleo hacia una proporción más elevada de trabajadores a tiempo parcial<sup>1</sup>. El desempleo en la zona del euro ha experimentado un acusado descenso tras el máximo del 12,1 % registrado en el segundo trimestre de 2013. En julio de 2017, la tasa de paro se situó en el 9,1 %, el nivel más bajo desde febrero de 2009. Los datos de las encuestas disponibles hasta agosto de 2017 indican nuevas mejoras de las condiciones en los mercados de trabajo, y señalan de manera creciente que hay escasez de mano de obra en las principales economías de la zona del euro.

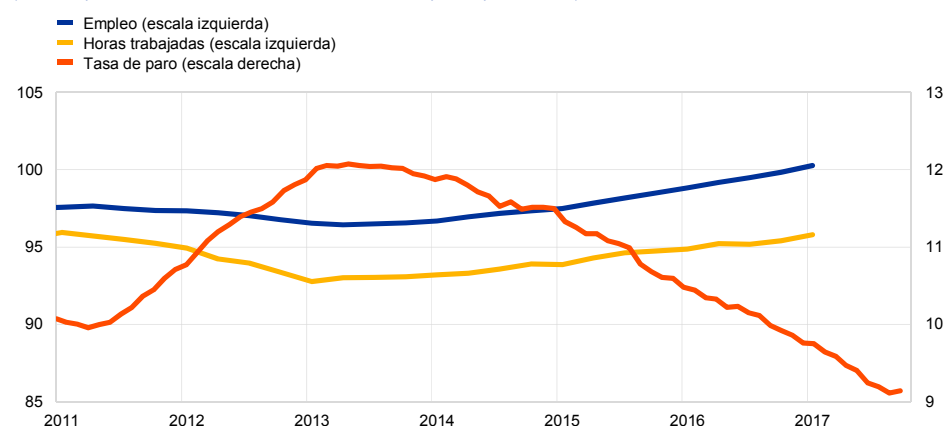
**La rápida disminución del desempleo en la zona del euro es un dato especialmente alentador en un contexto de aumento de la oferta de trabajo.**

El incremento de la oferta de empleo, que continuó durante la crisis y durante la recuperación puede explicarse, fundamentalmente, por el aumento de las tasas de actividad de los trabajadores de más edad y de las mujeres (véase el recuadro 3, titulado «Evolución reciente de la oferta de trabajo en la zona del euro», en este Boletín Económico). No obstante, los indicadores más amplios del desempleo sugieren que el grado de holgura del mercado de trabajo todavía es elevado en muchos países de la zona. Una encuesta efectuada a grandes empresas de la zona del euro (véase el recuadro 5, titulado «Necesidades de reformas estructurales en la zona del euro: información de una encuesta a grandes empresas», en este Boletín Económico) sugiere que la realización de nuevas reformas estructurales de los mercados de trabajo de la zona mejoraría su funcionamiento y fortalecería las perspectivas de crecimiento más en general.

**Gráfico 11**

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

(escala izquierda: índice I TR 2008 = 100; escala derecha: puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

<sup>1</sup> Véase el recuadro titulado «Factores determinantes de la evolución de las horas medias trabajadas por persona empleada desde 2008», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2016.

**La mejora de los mercados de trabajo continúa sosteniendo el crecimiento de la renta y el gasto en consumo.** En el segundo trimestre de 2017, la tasa de crecimiento intertrimestral del consumo privado se mantuvo estable, en el 0,5 %, desde el 0,4 % del trimestre anterior. El sólido crecimiento de las rentas del trabajo —el principal determinante de la renta disponible de los hogares—, junto con un ligero descenso de la tasa de ahorro, ha seguido beneficiando al gasto de los hogares. Las medidas de política monetaria del BCE, que han mejorado las condiciones de financiación, también han continuado favoreciendo el gasto de las familias. La confianza de los consumidores, que aumentó de nuevo en agosto, permanece en niveles muy elevados y muy por encima de su media de largo plazo, señalando una intensa dinámica subyacente del gasto en consumo en el corto plazo.

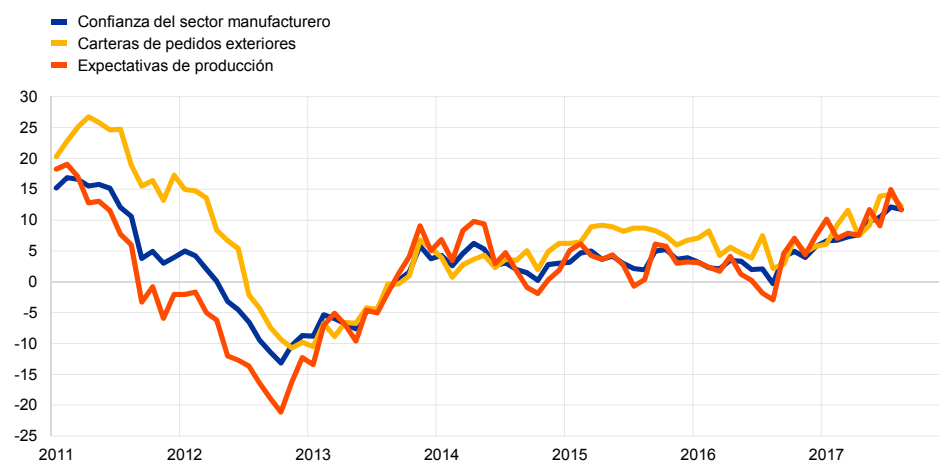
**La evolución de los mercados de la vivienda de la zona de euro continúa contribuyendo al dinamismo del crecimiento.** La inversión residencial se incrementó un 1,3 % en el segundo trimestre de 2017, reflejando la continuación de la recuperación del conjunto de la zona del euro y de muchos países de la zona. Aunque esta recuperación partía de niveles muy reducidos en algunos países, se ha visto respaldada por el fuerte crecimiento de la renta disponible de los hogares, por la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo, por unas condiciones de financiación favorables y por una mayor preferencia por la inversión en vivienda en un contexto de bajos rendimientos de los activos remunerados. Asimismo, la confianza empresarial ha experimentado un aumento muy significativo en el sector de la construcción. Por otra parte, el creciente número de visados de obra nueva, el incremento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda y la mejora de las condiciones de concesión de los préstamos bancarios deberían seguir contribuyendo a la tendencia al alza generalizada de la inversión en vivienda en la zona del euro.

**La inversión empresarial se recuperó en el segundo trimestre de 2017.** El aumento registrado (un 1 % en tasa intertrimestral) estuvo impulsado por la inversión en productos de propiedad intelectual, en maquinaria, equipos y armamento, distintos del material de transporte. Además, datos como los relativos a la producción industrial del sector de bienes de equipo, que avanzó un 0,7 % en términos intertrimestrales en el segundo trimestre de 2017, sugieren un repunte de la inversión empresarial de la zona del euro.

## Gráfico 12

### Evolución del sector de bienes de equipo de la zona del euro

(Índice, desviación con respecto a la media de largo plazo)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017.

**Se espera que la inversión empresarial continúe recuperándose.** Las perspectivas de inversión se ven favorecidas por diversos factores. La confianza empresarial, las expectativas de producción y las carteras de pedidos exteriores del sector de bienes de capital se mantienen en niveles elevados pese a haber descendido ligeramente en agosto (véase gráfico 12). La utilización de la capacidad productiva ha continuado aumentando por encima de su nivel medio anterior a la crisis, las condiciones de financiación siguen siendo muy favorables, los beneficios no distribuidos de las empresas para posible gasto en inversión continúan siendo elevados y hay necesidad de modernizar el *stock* de capital tras varios años de contención de la inversión. Sin embargo, se espera que algunos factores sigan lastrando las perspectivas de inversión empresarial, entre los que se incluyen las expectativas de un potencial de crecimiento a largo plazo más débil que en el pasado, las rigideces en los mercados de productos y la lenta introducción de cambios en el entorno regulatorio. También se prevé que la baja rentabilidad de las entidades de crédito y el volumen todavía elevado de préstamos dudosos en los balances bancarios en varios países continúen afectando a la capacidad de intermediación de las entidades de crédito y, a su vez, a la financiación de las inversiones de las empresas en el corto plazo.

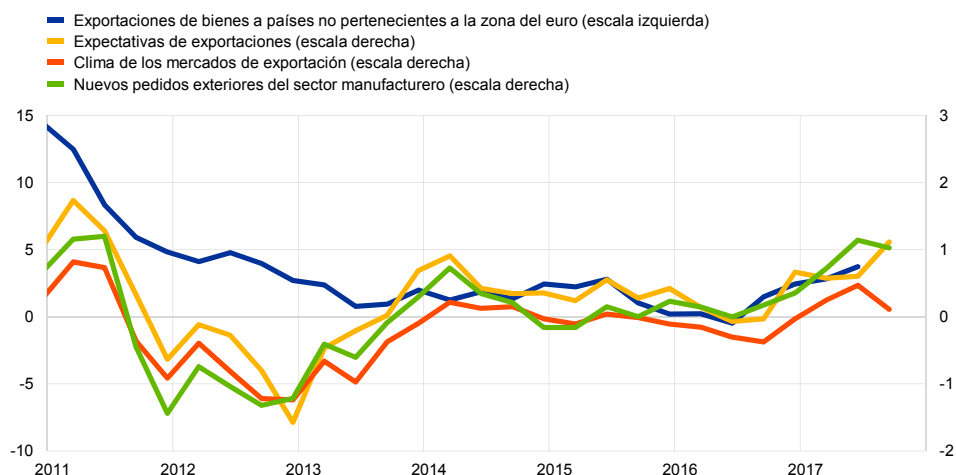
**El comercio de la zona del euro ha seguido repuntando.** Las exportaciones de bienes y servicios de la zona aumentaron un 1,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2017, y el dinamismo del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona ha mejorado de forma constante desde el verano de 2016. De acuerdo con datos mensuales sobre comercio, las exportaciones de bienes fuera de la zona del euro en el primer semestre de 2017 estuvieron impulsadas principalmente por las exportaciones a China, al resto de Asia y a Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Esta evolución es una buena señal para las perspectivas globales de crecimiento, ya que la demanda de exportaciones de la zona es cada vez más generalizada. Indicadores de coyuntura como las encuestas y los nuevos pedidos exteriores que se refieren al segundo semestre de 2017 apuntan a un

impulso sostenido de las exportaciones, pese a la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro (véase gráfico 13). A más largo plazo, la recuperación mundial generalizada respaldará las exportaciones de la zona del euro. No obstante, los riesgos para el comercio siguen siendo elevados y están relacionados principalmente con tensiones geopolíticas que podrían obstaculizar el crecimiento global.

### Gráfico 13

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

(escala izquierda: tasas de variación interanual en medias móviles de tres meses; escala derecha: índice)



Fuentes: Eurostat, Markit y Comisión Europea.

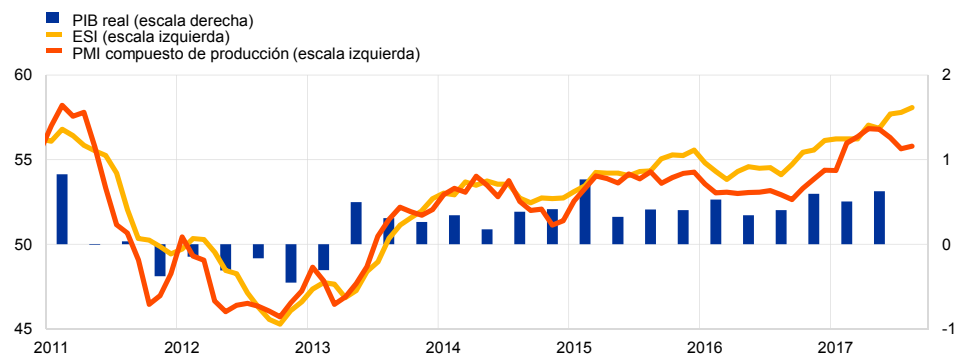
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017 para las encuestas y al segundo trimestre de 2017 para las exportaciones.

**En conjunto, los datos más recientes señalan un ritmo de crecimiento vigoroso en el tercer trimestre de 2017.** El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto de producción se mantuvieron en cotas elevadas en agosto y permanecen muy por encima de sus niveles medios (véase gráfico 14). Por consiguiente, en conjunto apuntan a un crecimiento robusto en el tercer trimestre de 2017.

### Gráfico 14

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

(tasas de variación intertrimestral, saldos netos normalizados e índices de difusión)



Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.

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

**Se espera que la actual expansión económica de la zona del euro prosiga, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE que están transmitiéndose a la economía real.** Unas condiciones de financiación muy favorables, los bajos tipos de interés y la mejora de los mercados de trabajo continúan favoreciendo el consumo privado y la recuperación de la inversión, en un contexto de aumento de los beneficios y de menores necesidades de desalancamiento. Los factores favorables externos también respaldarán el crecimiento, con un fortalecimiento de la actividad económica mundial y la mejora correspondiente de la demanda externa de la zona del euro.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,2 % en 2017, el 1,8 % en 2018 y el 1,7 % en 2019 (véase gráfico 15).** En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2017, las perspectivas para el crecimiento del PIB real se han revisado al alza para este año y se mantienen prácticamente sin cambios para años posteriores. Esta corrección al alza para 2017 obedece principalmente al acusado dinamismo del crecimiento del PIB observado recientemente.

### 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 septiembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 7 de septiembre 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 los intervalos es dos veces el valor absoluto medio de estas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que implica 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, que puede consultarse en el sitio web del BCE.

## 4 Precios y costes

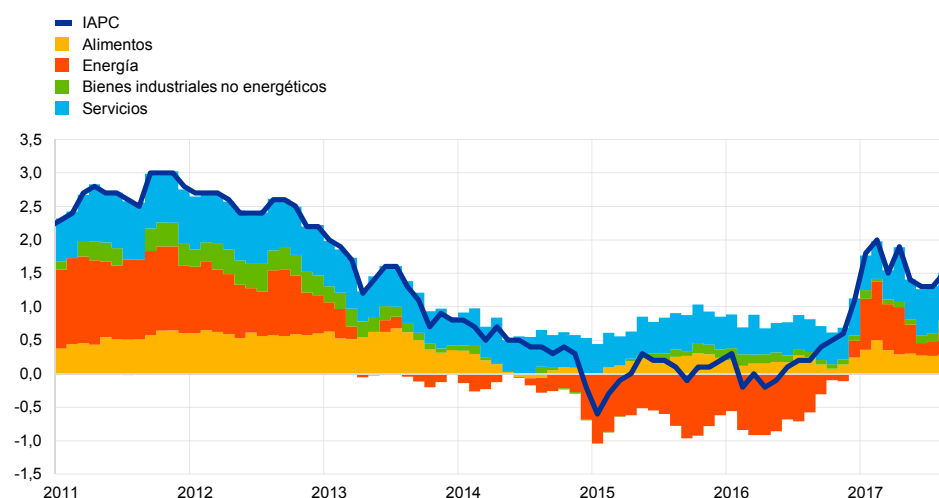
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,5 % en agosto de 2017, frente al 1,3 % de julio. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual experimenten un descenso temporal hacia finales de este año y principios del siguiente, principalmente por el reflejo de los efectos de comparación de los precios de la energía. Al mismo tiempo, los indicadores de la inflación subyacente han registrado un aumento moderado en los últimos meses, aunque sin mostrar aún signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,2 % en 2018 y el 1,5 % en 2019.

**La inflación general aumentó en agosto.** Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC general se elevó hasta el 1,5 % en agosto, tras situarse en el 1,3 % en junio y en julio (véase gráfico 16). Esta evolución fue consecuencia del avance de la inflación de la energía y, en menor medida, de los alimentos elaborados. El incremento de la tasa de variación de los precios de la energía se había previsto, dado que refleja el impacto de un efecto de comparación al alza y las presiones inflacionistas derivadas de las últimas subidas de los precios del petróleo.

### 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 agosto de 2017 (estimaciones de avance).

**Los indicadores de la inflación subyacente han registrado un ligero aumento desde finales de 2016.** La estimación de avance de Eurostat sugiere que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,2 % en agosto, sin variación con respecto a julio, pero 0,4 puntos porcentuales por

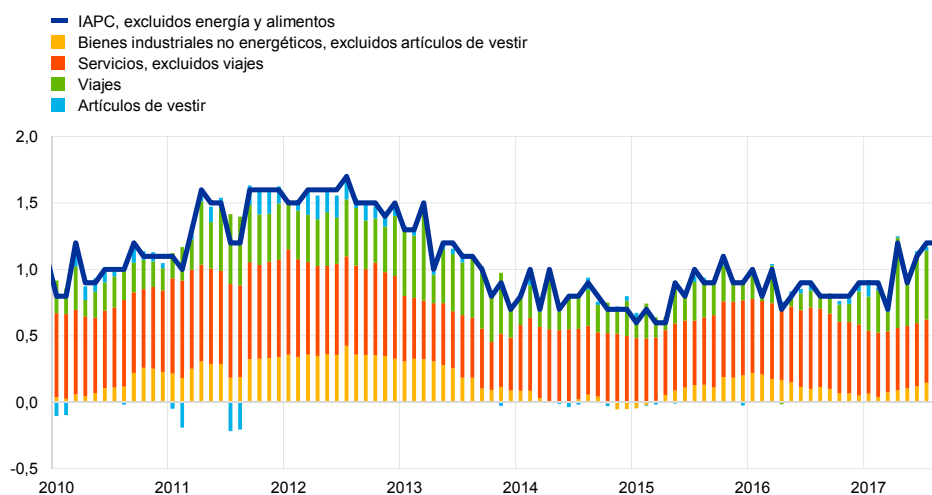


encima de la media del último trimestre del año anterior (véase gráfico 17). Sin embargo, en el mismo período, el IAPC, excluidos la energía, los alimentos y los componentes muy volátiles, como los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir y el calzado, muestra un repunte relativamente modesto.

### Gráfico 17

#### Descomposición del IAPC, excluidos energía y alimentos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017 (estimación de avance) para el IAPC, excluidos energía y alimentos, y a julio de 2017 para el resto de los indicadores.

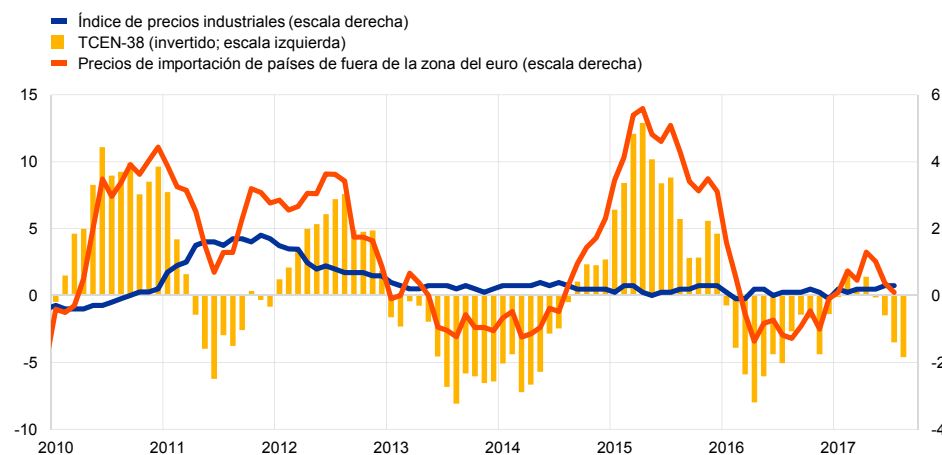
#### La reciente apreciación del euro implica una ligera moderación de las presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción y de precios.

La apreciación del tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro en los últimos meses ha comenzado a ejercer presión a la baja sobre los precios de importación. La tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio disminuyó desde el 1,3 % registrado en abril hasta el 0,1 % de julio (véase gráfico 18). Esta presión a la baja mitigará la presión al alza resultante del acusado repunte de la inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial que se inició a mediados de 2016. Pese a las fuertes presiones latentes de origen externo, que posiblemente ahora se suavizarán algo, los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio se han mantenido prácticamente estables, con solo un movimiento marginal al alza, pasando del 0,2 % en mayo al 0,3 % en junio y en julio. La traslación de la reciente apreciación del euro a las presiones latentes internas entraña un alto grado de incertidumbre y también depende de un ajuste potencial de los márgenes.

## Gráfico 18

### Evolución del tipo de cambio y precios de importación y de producción de los bienes de consumo no alimenticio

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017 para el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a 38 de sus principales socios comerciales (TCEN-38) y a julio para los precios de producción y de importación.

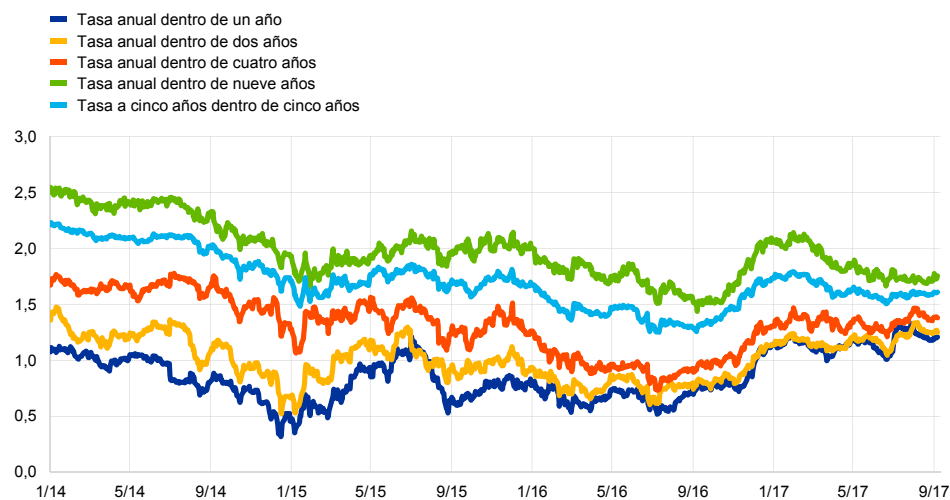
**El crecimiento de los salarios sigue siendo débil.** La variación interanual de los salarios negociados por trabajador se situó en el 1,4 % en el segundo trimestre de 2017, un ligero descenso con respecto al 1,6 %, pero se mantuvo sin variación si se excluyen los pagos extraordinarios más volátiles. La remuneración por asalariado también fue baja hasta el primer trimestre de 2017, pero se observa una notable divergencia con la remuneración por hora, debido al descenso del número medio de horas trabajadas. En general, entre los factores que pueden haber estado frenando el avance de los salarios se incluyen el grado de holgura del mercado de trabajo, que aún es significativo, la reducida inflación, el débil crecimiento de la productividad y la perduración del impacto de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis.

**Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables.** La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,61 % el 6 de septiembre de 2017, ligeramente por encima del nivel observado a principios de junio (véase gráfico 19). Asimismo, tal como se señala en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2017, los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro permanecieron sin cambios en el 1,8 %.

## 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 6 de septiembre de 2017.

**De cara al futuro, se espera que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se sitúe en niveles algo más bajos de lo esperado anteriormente.** Sobre la

base de la información disponible a mediados de agosto, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017 sitúan la inflación medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,2 % en 2018 y el 1,5 % en 2019 (véase gráfico 20)<sup>2</sup>. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC general se han revisado ligeramente a la baja, sobre todo como reflejo de la reciente apreciación del tipo de cambio del euro. Los efectos de comparación reducen significativamente la contribución de la inflación de la energía al IAPC general entre el último trimestre de 2017 y el primer trimestre de 2018 (véase también el recuadro titulado «El papel de los efectos de comparación en la senda prevista de la inflación medida por el IAPC», en este número del Boletín Económico). Aunque moderado, el aumento previsto de los precios del petróleo durante el resto del horizonte de proyección, reflejado en la curva de los futuros sobre los precios del petróleo, sugiere un cierto repunte del componente energético del IAPC en 2019.

**Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumente de forma gradual a medio plazo.** Según las previsiones, el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situará en el 1,1 % en 2017, el 1,3 % en 2018 y el 1,5 % en 2019. Aunque la apreciación del tipo de cambio del euro ejercerá presiones a la baja sobre la inflación subyacente a lo largo del horizonte de proyección, este efecto se verá parcialmente compensado por la mejora de las perspectivas de la demanda interna de la zona del euro. En relación con los costes

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 7 de septiembre de 2017.

internos, un factor importante que explica el repunte gradual de la inflación subyacente es la reducción prevista de la holgura del mercado de trabajo, así como la mayor escasez de oferta laboral en algunas partes de la zona del euro, que se espera que impulsen el crecimiento salarial. Asimismo, el notable repunte reciente de la inflación general podría traducirse también con el tiempo en incrementos más elevados de los salarios nominales en los países de la zona del euro cuyos procesos de formación de los salarios incluyen componentes de expectativas o de indexación basados en la evolución pasada de la inflación.

### Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 7 de septiembre de 2017.

## 5 Dinero y crédito

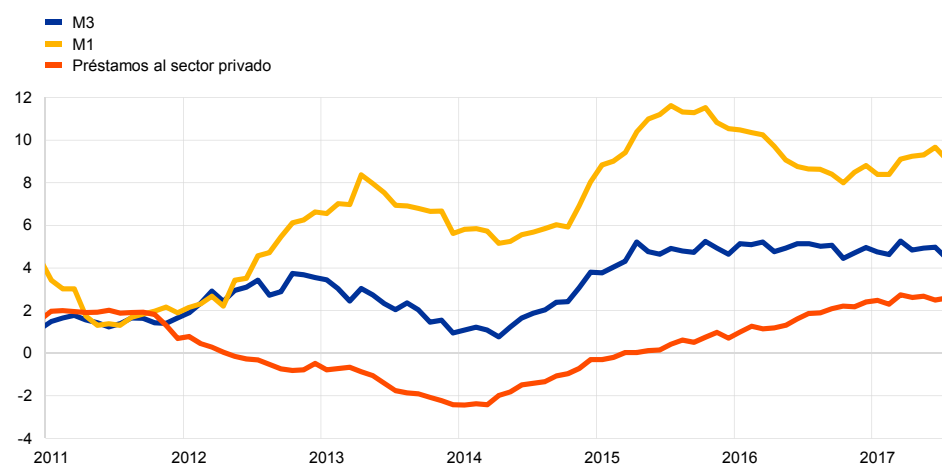
El crecimiento monetario mantuvo en el segundo trimestre de 2017 el sólido ritmo observado, en general, desde mediados de 2015 y se moderó en julio. El crecimiento de los préstamos al sector privado continuó recuperándose. Asimismo, se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras se redujo ligeramente en el segundo trimestre de 2017.

**El agregado monetario amplio registró un sólido crecimiento —del 5 %— en el segundo trimestre de 2017, en consonancia con el observado desde mediados de 2015, y después se moderó en julio.** La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 4,5 % en julio de 2017, probablemente debido a factores temporales (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, continuaron respaldando el crecimiento monetario. Sin embargo, la contribución de los componentes más líquidos al crecimiento interanual de M3 fue menor, y la tasa de crecimiento interanual de M1 retrocedió hasta el 9,1 % en julio (frente al 9,3 % del segundo trimestre de 2017 y el 9,7 % de junio).

### 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 julio 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 mantuvo su vigor en el segundo trimestre de 2017, pero se moderó en julio, probablemente debido a factores temporales. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación también descendió en julio, lo que indica que no existe una tendencia 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 teniendo un impacto

negativo en el agregado M3 en el segundo trimestre y en julio. La tasa de variación interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, pasó a ser significativamente negativa en julio, contribuyendo a la moderación que experimentó el crecimiento de M3 en este período. Esta evolución, registrada después de la contribución positiva observada en el segundo trimestre de 2017, obedeció principalmente a la disminución adicional de las emisiones de valores representativos de deuda a corto plazo por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario se mantuvo en terreno positivo.

**Las fuentes internas de creación de dinero fueron de nuevo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 22).** En

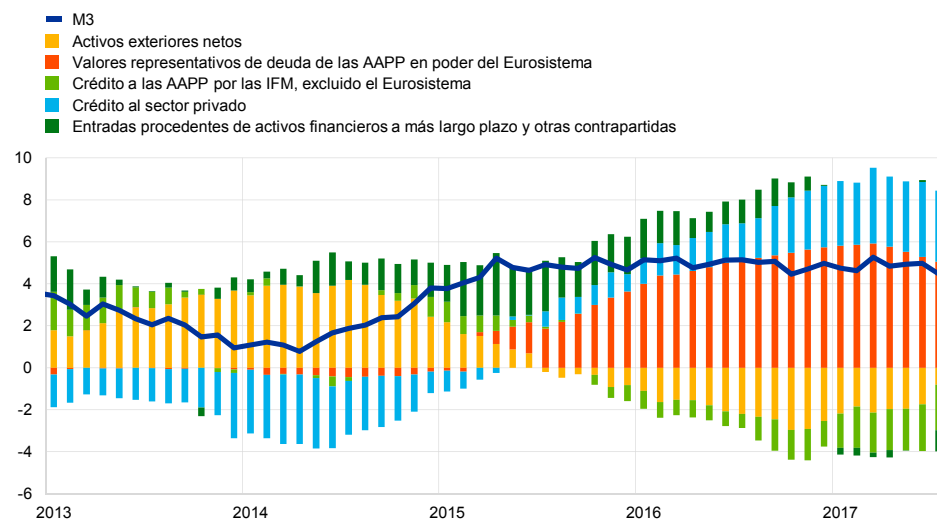
lo que respecta a las contrapartidas, las adquisiciones de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas por parte del Eurosistema (véanse las partes rojas del gráfico 22), efectuadas sobre todo en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del BCE, contribuyeron favorablemente al avance de M3<sup>3</sup>. La recuperación sostenida del crédito al sector privado (véanse las partes azules del gráfico 22) también siguió sustentando el crecimiento de M3. En este concepto se incluyen los préstamos otorgados por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. También comprende las adquisiciones de valores representativos de deuda realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). En conjunto, los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas influyeron de forma ligeramente negativa en el avance de M3 como consecuencia de las otras contrapartidas (principalmente, acuerdos de recompra) (véase las partes de color verde oscuro del gráfico 22). No obstante, la persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM favoreció el mayor crecimiento de M3. La tasa de variación interanual de estos pasivos ha sido negativa desde el segundo trimestre de 2012, debido, en parte, al impacto de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II) del BCE, que pueden estar actuando como sustituto de la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados. Por último, las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, han contribuido al crecimiento interanual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, frenando así el crecimiento de M3 (véanse las partes de color verde claro del gráfico 22).

<sup>3</sup> Véase también el recuadro titulado «La base monetaria, el agregado monetario amplio y el APP» en este Boletín Económico, que describe la evolución de la base monetaria en los últimos años y el impacto de las medidas no convencionales del BCE sobre dicha evolución.

## Gráfico 22

### M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas IFM, de la zona del euro. Por lo tanto, incluye las tendencias de valores representativos de deuda del Eurosistema adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). La última observación corresponde a julio de 2017.

### Los activos exteriores netos de las IFM siguieron lastrando el crecimiento

**interanual de M3.** Aunque en el segundo trimestre de 2017 y en julio el flujo interanual de los activos exteriores netos se mantuvo negativo, en julio se registró una entrada mensual, lo que contribuyó a reducir las correspondientes presiones a la baja sobre el crecimiento de M3 (véanse las partes amarillas del gráfico 22). El flujo interanual continuó reflejando las salidas de capital de la zona del euro, que pueden atribuirse, en parte, a las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP. La evolución reciente sugiere que el Eurosistema no efectuó compras significativas a no residentes en el marco del PSPP.

### La recuperación del crecimiento de los préstamos observada desde principios de 2014 ha seguido su curso.

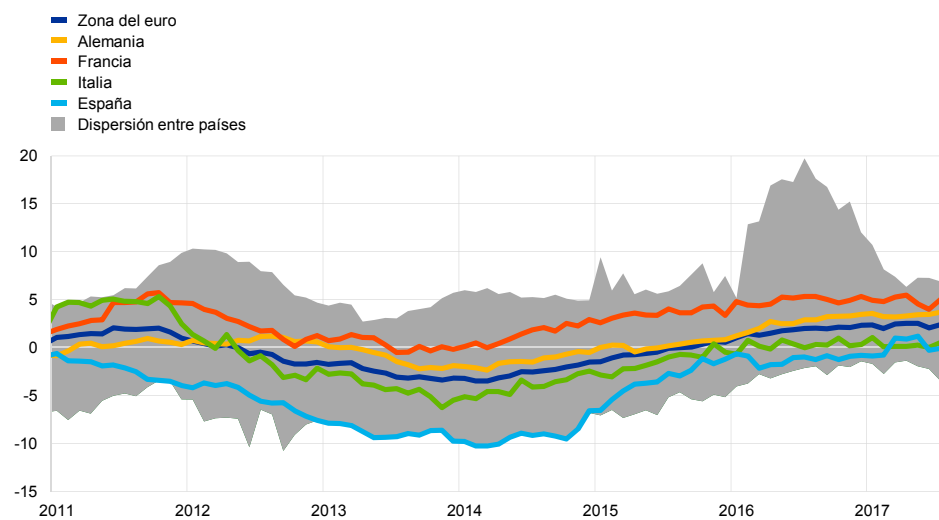
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado [ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nocial de la tesorería (*notional cash pooling*)] se mantuvo prácticamente estable en el segundo trimestre de 2017 y en julio (véase gráfico 21). Por sectores, el avance interanual de los préstamos a las sociedades no financieras aumentó hasta alcanzar el 2,4 % en ambos períodos, tras un descenso temporal en junio debido a factores especiales en algunos países (véase gráfico 23). El crecimiento de estos préstamos se ha recuperado considerablemente 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. El ritmo de avance interanual de los préstamos a los hogares también se incrementó en el segundo trimestre de 2017 y se situó en el 2,6 % en julio (véase gráfico 24). El significativo descenso de los tipos de interés del crédito bancario observado en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (sobre todo, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y la

mejora general en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Además, 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 la concesión de crédito.

### Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual)



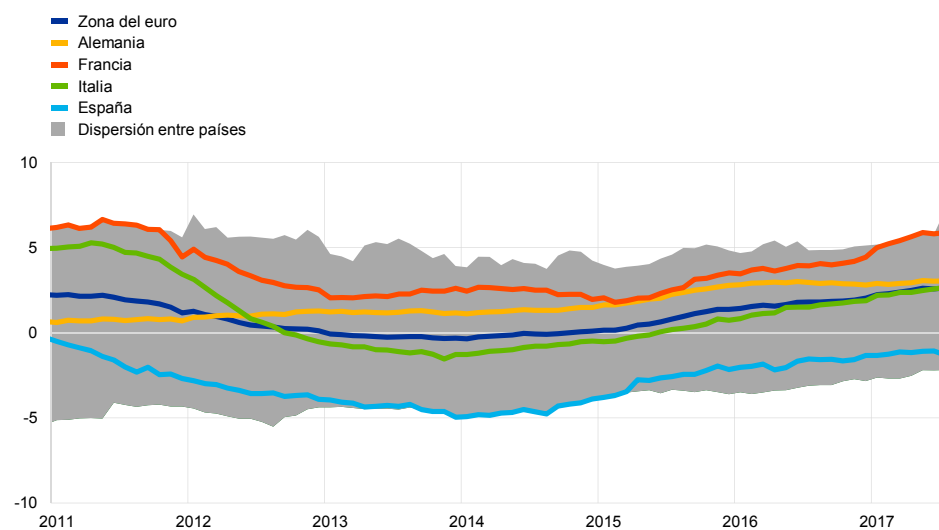
Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones, 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 julio 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 titulizaciones, 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 julio de 2017.



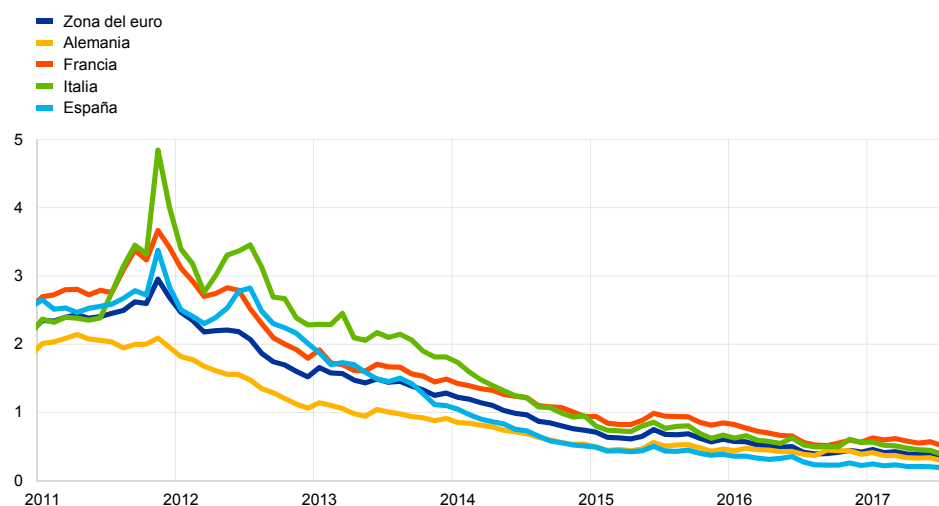
### Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron siendo favorables.

El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda descendió hasta un nuevo mínimo histórico en julio, tras haberse estabilizado prácticamente en el segundo trimestre de 2017 (véase gráfico 25). Esta tendencia estuvo impulsada sobre todo por la evolución del coste de los depósitos, que experimentó una ligera contracción y registró un nuevo mínimo histórico en julio, después de haber permanecido en una senda casi estable en el segundo trimestre de 2017. Además, los rendimientos de los bonos bancarios se mantuvieron generalmente estables en el segundo trimestre, pese a aumentar de forma temporal en junio, y disminuyeron en julio. 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 las favorables condiciones de financiación de los bancos.

### 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 julio de 2017.

### Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron en mínimos históricos, o próximos a ellos, en el segundo trimestre de 2017 y en julio (véanse gráficos 26 y 27).

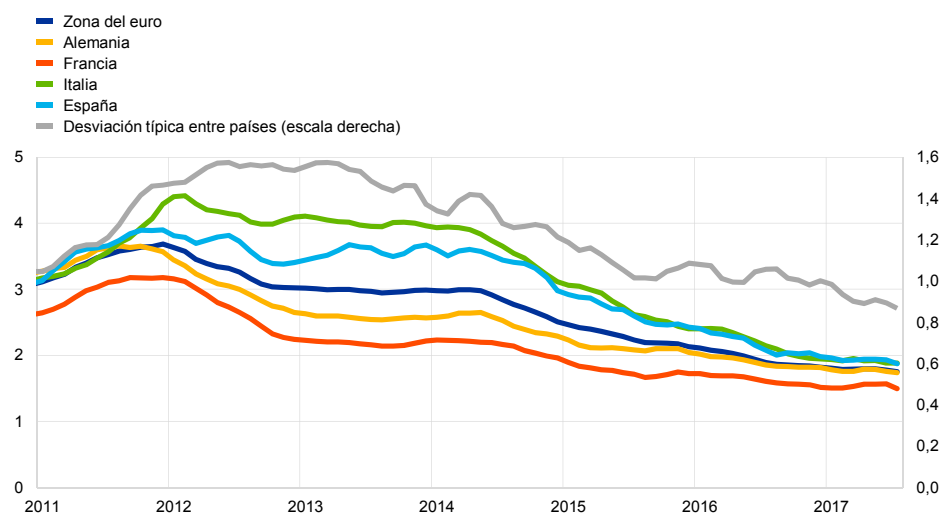
Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares descendieron entre principios de 2014 y finales de 2016, aunque han seguido una trayectoria diferente desde entonces: el tipo sintético correspondiente a los préstamos para adquisición de vivienda aumentó ligeramente hasta julio de 2017, y el de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras siguió cayendo hasta registrar un nuevo mínimo histórico en julio. En general, los tipos de interés sintéticos de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido notablemente más que los tipos de referencia del mercado desde el anuncio de las medidas de expansión crediticia del

BCE en junio de 2014, lo que señala una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios. Dicho descenso de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido la reducción de los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios. Entre mayo de 2014 y julio de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron 119 puntos básicos y 103 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, esta reducción fue especialmente pronunciada en los países vulnerables de la zona del euro, lo que contribuyó a una transmisión más homogénea de la política monetaria a estos tipos de interés 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 se situó próximo a su mínimo histórico en julio de 2017. Esto indica que, en general, las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios.

### Gráfico 26

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



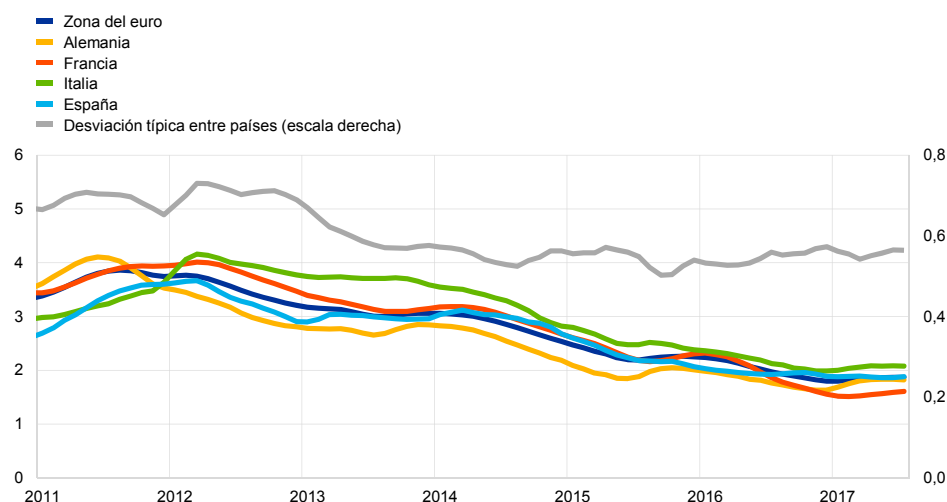
Fuente: BCE.

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 julio 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 julio de 2017.

**Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se moderó ligeramente en el segundo trimestre de 2017.** Esta moderación refleja el debilitamiento de la dinámica de los préstamos bancarios y de la emisión de valores representativos de deuda, atribuible, en parte, a factores especiales y de carácter temporal en el caso de los préstamos bancarios. En conjunto, la recuperación de la financiación externa de las sociedades no financieras observada desde principios de 2014 se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, la reducción adicional del coste de financiación mediante deuda, la relajación de las condiciones de concesión del crédito bancario 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.

**Las emisiones brutas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se redujeron en julio y agosto de 2017, tras aumentar en junio.** Los datos más recientes del BCE señalan una intensa actividad emisora en junio, después de la moderación registrada en abril y mayo. No obstante, en términos netos, esta actividad fue negativa debido a las considerables amortizaciones de valores a corto plazo. Asimismo, cabe reseñar que los datos de mercado que apuntan a una escasa actividad emisora en julio y agosto reflejan en gran medida factores estacionales. En este período, las emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se caracterizaron por un mayor dinamismo que en los primeros meses de 2017, cuando se vieron frenadas por las significativas recompras de acciones.

**Los costes de financiación de las sociedades no financieras siguen siendo favorables.** Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios,

emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, descendió ligeramente, hasta el 4,4 %, en agosto de 2017, tras registrar un moderado incremento en junio y julio. Esta evolución refleja, sobre todo, la dinámica del coste de las acciones. El coste de financiación se sitúa actualmente 40 puntos básicos por encima de su mínimo histórico de julio de 2016, pero se mantiene considerablemente por debajo del nivel observado en el verano de 2014 (antes de que los mercados empezaran a descontar las expectativas sobre el entonces inminente programa de compra de activos). El coste de la deuda, expresado como media ponderada del coste de la financiación bancaria y del coste de la financiación mediante valores de renta fija, continúa fluctuando en torno a su mínimo histórico.

## 6

## Evolución de las finanzas públicas

Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro continúe reduciéndose durante el horizonte de proyección (2017-2019), debido principalmente a la mejora de las condiciones cíclicas y a la disminución de los pagos por intereses. A tenor de las proyecciones, la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será ligeramente expansiva en 2017 y prácticamente neutral en 2018-2019. Aunque la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro seguirá disminuyendo, todavía es elevada. En particular, los países con altos niveles de deuda se beneficiarían de la realización de esfuerzos de consolidación adicionales para situar su ratio de deuda pública en una firme senda descendente.

**Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuya gradualmente a lo largo del horizonte de proyección.**

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017<sup>4</sup>, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá desde el 1,5 % del PIB de 2016 hasta el 0,9 % del PIB en 2019 (véase cuadro). La mejora de las perspectivas presupuestarias, que son algo más positivas que las de las proyecciones de junio de 2017, se sustenta principalmente en unas condiciones cíclicas favorables y en la caída de los pagos por intereses.

## Cuadro

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

(porcentaje del PIB)	2016	2017	2018	2019
<b>a. Ingresos totales</b>	46,2	46,0	45,9	45,8
<b>b. Gastos totales</b>	47,7	47,3	46,9	46,6
de los cuales:				
<b>c. Gasto por intereses</b>	2,2	2,0	1,9	1,8
<b>d. Gasto primario (b - c)</b>	45,5	45,3	45,0	44,8
<b>Saldo presupuestario (a - b)</b>	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9
<b>Saldo presupuestario primario (a - d)</b>	0,7	0,7	0,9	0,9
<b>Saldo presupuestario ajustado de ciclo</b>	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2
<b>Saldo estructural primario</b>	0,7	0,6	0,6	0,6
<b>Deuda bruta</b>	89,1	87,5	86,0	84,2
<b>Pro memoria: PIB real (tasas de variación)</b>	1,8	2,2	1,8	1,7

Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre 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 datos validados más recientes de Eurostat.

<sup>4</sup> Véanse las [Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017](#).

**Se prevé que la orientación fiscal de la zona del euro sea ligeramente expansiva en 2017 y prácticamente neutral en 2018-2019**<sup>5</sup>. Las perspectivas para 2017

obedecen a un repunte de la inversión pública y a un pago extraordinario realizado en Alemania a los productores de energía nuclear<sup>6</sup>. En 2018-2019, la previsión de una orientación neutral de la política fiscal refleja efectos compensatorios de los ingresos y el gasto públicos. Al mismo tiempo, esta orientación básicamente neutral indica que los países no están aprovechando plenamente el ritmo de crecimiento económico favorable para constituir colchones fiscales.

**Se espera que los elevados niveles de deuda pública de la zona del euro continúen descendiendo.** A tenor de las proyecciones, la deuda en relación con el

PIB de la zona del euro, que registró un máximo en 2014, disminuirá desde el 89,1 % de 2016 hasta el 84,2 % a finales de 2019. Este descenso se basa, principalmente, en un incremento del superávit primario y en un diferencial entre tipos de interés y crecimiento favorable, reflejo, este último, de unas perspectivas macroeconómicas relativamente estables. Se prevé que los ajustes entre déficit y deuda tengan un impacto ligeramente negativo a partir de 2018. Aunque las perspectivas han variado poco con respecto a las de las proyecciones de junio, se espera que el nivel de deuda sea algo más bajo, como consecuencia, en particular, de un diferencial más favorable entre crecimiento y tipos de interés. Si las previsiones de deuda se consideran desde la perspectiva de los países, señalan una mejora en la mayoría de los países de la zona del euro, aunque se espera que en unos pocos la ratio de deuda pública se incremente durante el horizonte de proyección. En particular, los países con altos niveles de deuda se beneficiarían de la realización de esfuerzos de consolidación adicionales para situar su ratio de deuda pública en una firme senda descendente. Esto contribuiría a reducir su vulnerabilidad en caso de que se produzcan nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o de un repunte de los tipos de interés.

**Todos los países de la zona del euro se beneficiarían de una intensificación de los esfuerzos para lograr una composición más favorable al crecimiento de las finanzas públicas.** La reorientación del gasto hacia las partidas que más potencien

el crecimiento, como la educación y las infraestructuras, o la presión fiscal hacia impuestos de carácter menos distorsionador, como los que gravan el consumo y los bienes inmuebles, puede tener efectos positivos sobre el crecimiento del producto y de este modo contribuir a la constitución de colchones fiscales<sup>7</sup>.

**De cara al futuro, es importante que los proyectos de planes presupuestarios —que deben presentarse a mediados de octubre como muy tarde— cumplan plenamente las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.** Si el proceso relacionado con los proyectos de planes presupuestarios se aplica

<sup>5</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación del saldo estructural primario, es decir, la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las 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.

<sup>6</sup> El pago extraordinario realizado en Alemania asciende al 0,2 % del PIB del país.

<sup>7</sup> Véase el artículo titulado «[The composition of public finances in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2017.

íntegramente y con coherencia, es un instrumento correctivo y de alerta temprana importante y eficaz. Después de que los países de la zona del euro presenten los proyectos de planes presupuestarios, la Comisión evaluará si son plenamente acordes con las exigencias del Pacto. En caso de incumplimiento, la Comisión tendrá que devolver los proyectos a los países en cuestión.

# Recuadros

## 1 La dinámica de la inversión en las economías avanzadas desde la crisis financiera

En este recuadro se pretende arrojar algo de luz, desde la perspectiva de distintos países, sobre las perturbaciones que han afectado a la inversión en las economías avanzadas desde la crisis financiera.

**A menudo se afirma que uno de los principales factores que ha frenado la recuperación económica mundial en el actual ciclo económico ha sido la atonía de la inversión, especialmente en las economías avanzadas.** Esta falta de ritmo se ha atribuido al deterioro de los mercados financieros, las restricciones presupuestarias del sector público, el aumento de la incertidumbre política y las débiles perspectivas económicas. Al mismo tiempo, la falta de dinamismo del sector empresarial parece ser más acentuada que en recuperaciones anteriores, lo que, junto con el mayor descenso del gasto en inversión tras la Gran Recesión, se ha traducido en brechas de inversión significativas, es decir, en desviaciones persistentemente negativas con respecto a las medias de largo plazo.

**El patrón habitual de la inversión empresarial, consistente en registrar un mínimo inmediatamente después de una recesión y recuperar con relativa rapidez los niveles previos a ella, no se repitió exactamente después de la Gran Recesión<sup>8</sup>.** Este patrón se observó en los ciclos económicos de los años noventa y a principios de la década de 2000, pero no se ha materializado en el ciclo actual: el repunte inicial de la inversión después del mínimo registrado en el primer trimestre de 2009 se vio interrumpido por una segunda recesión en la zona del euro en el contexto de la crisis de la deuda soberana. Esta pausa en la recuperación puede observarse en el gráfico A, que muestra la ratio de inversión sobre el PIB de las economías avanzadas. Esta ratio empezó a disminuir desde un nivel relativamente reducido (12,5 %) en comparación con ciclos anteriores y cayó hasta situarse cerca del 10,5 % en 2009. A partir de ahí, la inversión empresarial comenzó una recuperación sostenida y rápida que se vio frenada por la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. Posteriormente, la ratio de inversión registró una nueva caída entre la segunda mitad de 2015 y el final de 2016, provocada sobre todo por los países productores de materias primas, como Canadá, Australia y, en menor medida, Estados Unidos, que redujeron su inversión debido, en parte, al fuerte descenso de los precios de las materias primas (especialmente el petróleo), hasta niveles muy bajos. Y hasta hace muy poco, a principios de 2017, la inversión no ha comenzado a repuntar. No obstante, en conjunto, la ratio de inversión

<sup>8</sup> El concepto de «inversión» que se utiliza en este recuadro se refiere a la inversión empresarial (privada no residencial) e incluye la inversión del sector privado en estructuras, equipos (de información, industriales y de transporte) y derechos de propiedad intelectual. Este concepto puede variar ligeramente de un país a otro.

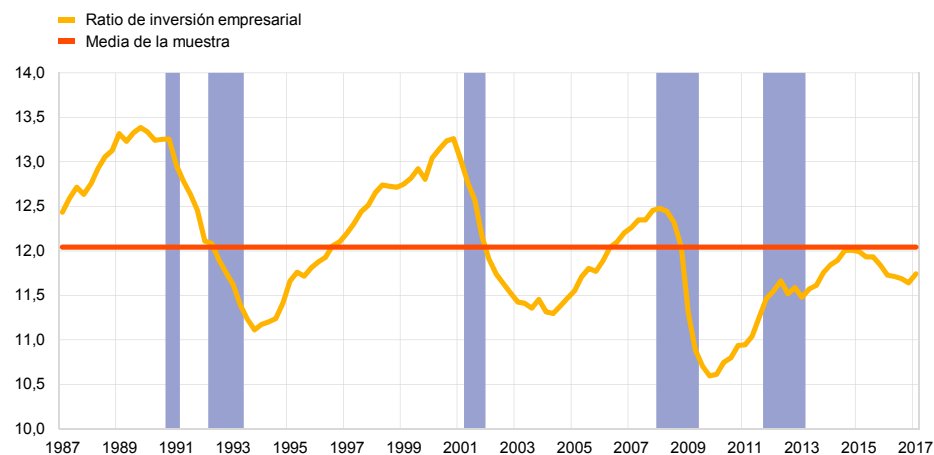


empresarial en relación con el PIB de las economías avanzadas se mantenía aún por debajo de su media de largo plazo en el primer trimestre de 2017.

### Gráfico A

#### Ratio de inversión sobre el PIB de las economías avanzadas

(porcentaje; datos trimestrales)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE basados en datos procedentes de Haver Analytics.

Notas: La muestra de economías avanzadas incluye: Australia, Canadá, la zona del euro, Japón, Nueva Zelanda, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. El agregado es una media ponderada de los ratios de inversión empresarial de los distintos países, en la que se han utilizado ponderaciones del PIB en términos de paridad del poder adquisitivo, variables en el tiempo. Las zonas sombreadas reflejan un indicador combinado correspondiente a los períodos de recesión en la zona del euro (Centre for Economic Policy Research) y en Estados Unidos (National Bureau for Economic Research). La última observación corresponde al primer trimestre de 2017.

#### Los factores considerados generalmente como posibles determinantes de la inversión a nivel macroeconómico son cuatro: las expectativas de demanda, las condiciones financieras, la incertidumbre y las perturbaciones de oferta<sup>9</sup>.

Desde la crisis financiera estos factores han centrado el debate sobre la inversión desde un punto de vista tanto teórico como empírico. Las duras condiciones financieras y las perturbaciones de demanda negativas se consideran perjudiciales para la inversión empresarial<sup>10</sup>. Concretamente, un debilitamiento de las perspectivas económicas globales suele traducirse en una reducción de la rentabilidad de la inversión, frenando así la formación de capital nuevo y retrasando la sustitución de capital más antiguo. Es posible que la incertidumbre también haya afectado de forma persistentemente negativa a la inversión empresarial<sup>11</sup>. Por último, las perturbaciones de oferta negativas inesperadas, como la caída de la productividad del trabajo en los distintos países, podrían rebajar las expectativas de beneficios futuros y reducir la actividad inversora.

<sup>9</sup> Se utiliza un modelo de panel de vectores autorregresivos bayesianos, que permite reflejar la heterogeneidad entre países, y se realizan estimaciones para Canadá, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. Las variables incluyen la incertidumbre, medida por la dispersión de las expectativas de crecimiento de los expertos en previsión económica; las condiciones financieras, los índices de condiciones financieras basados en los tipos de interés a corto y a largo plazo, y los precios de las acciones; el crecimiento esperado, y la evolución de los precios. Las perturbaciones estructurales se identifican por medio de restricciones de ceros, de signo y de magnitud.

<sup>10</sup> Dado que las variables financieras y la incertidumbre están estrechamente correlacionadas, se utilizan restricciones de magnitud relativa para identificar las perturbaciones estructurales significativas.

<sup>11</sup> Para consultar un análisis más detallado de los efectos sobre la inversión empresarial en relación con Estados Unidos, véase N. Bloom, «The impact of uncertainty shocks», *Econometrica*, vol. 77, 2009.

**Los patrones que sigue la inversión después de las diversas perturbaciones consideradas son confirmados empíricamente por las funciones de impulso-respuesta.**

Las principales conclusiones, basadas en el modelo utilizado, señalan que las perturbaciones relacionadas con la incertidumbre tienen un efecto persistentemente negativo, con forma de «U» invertida, sobre la ratio de inversión empresarial en relación con el PIB<sup>12</sup>, que el deterioro de la demanda esperada y el aumento de las restricciones financieras reducen el gasto en inversión, y que la mayor productividad genera un incremento continuo de la inversión empresarial. En los distintos países, los factores de demanda han sido los que más han contribuido a la inversión, representando más de la mitad de la varianza en Estados Unidos, el Reino Unido y Japón, mientras que en Canadá solo contribuyeron en torno al 40 % (después de 16 trimestres). El segundo determinante más importante son los factores de oferta (en Estados Unidos y en el Reino Unido), la incertidumbre (Canadá) y los factores financieros (Japón).

**Durante la Gran Recesión los factores de demanda negativos fueron claramente los que más contribuyeron a la desaceleración de la inversión empresarial en la muestra de países analizados; sin embargo, en el período posterior a la crisis, la evolución de los distintos países ha sido más heterogénea (véase gráfico B)<sup>13</sup>.**

En 2012, las ratios de inversión en Estados Unidos habían vuelto a su tendencia y fluctuaron en torno a ese nivel a partir de entonces. El modelo indica que una menor demanda negativa, la menor incertidumbre y las favorables condiciones financieras contribuyeron a la recuperación. No obstante, en 2015, la inversión se debilitó de nuevo, como resultado, en parte, de la caída de los precios del petróleo y su fuerte impacto sobre la inversión en el sector de petróleo no convencional en Estados Unidos. En Japón, la recuperación estuvo impulsada principalmente por las condiciones financieras más positivas, asociadas a la expansión monetaria, y por las expectativas de demanda menos negativas. En cambio, en Canadá, la ratio de inversión se recuperó rápidamente tras la Gran Recesión y superó los niveles tendenciales hasta la segunda mitad de 2014. El modelo sugiere que la inversión empresarial se vio estimulada por las perspectivas positivas de demanda, la reducida incertidumbre y unas condiciones financieras favorables, con el apoyo de la sólida evolución de los precios de las materias primas. La caída de estos precios en 2015 se tradujo en un acusado descenso de la inversión empresarial, que se agravó posteriormente por la mayor incertidumbre y el endurecimiento de las condiciones financieras. Sin embargo, la ratio de inversión del Reino Unido se mantuvo mayormente por debajo de sus niveles de largo plazo. El modelo sugiere que las perturbaciones negativas de oferta y de demanda contrarrestaron con creces las condiciones financieras ligeramente favorables y el apoyo proporcionado por un entorno de escasa incertidumbre. Más recientemente, en la segunda mitad de 2016, la ratio de inversión registró un descenso debido al incremento de la incertidumbre tras el resultado del referéndum del Reino Unido sobre su pertenencia a la Unión Europea. A comienzos de 2017, las ratios de

<sup>12</sup> Estos resultados empíricos están en consonancia con las estimaciones disponibles de cada país y la teoría económica.

<sup>13</sup> Los resultados son robustos frente a diferentes indicadores de incertidumbre (incertidumbre de política económica), factores de demanda y financieros (incluidos indicadores de opinión y de actividad) e indicadores de precios (precios industriales).

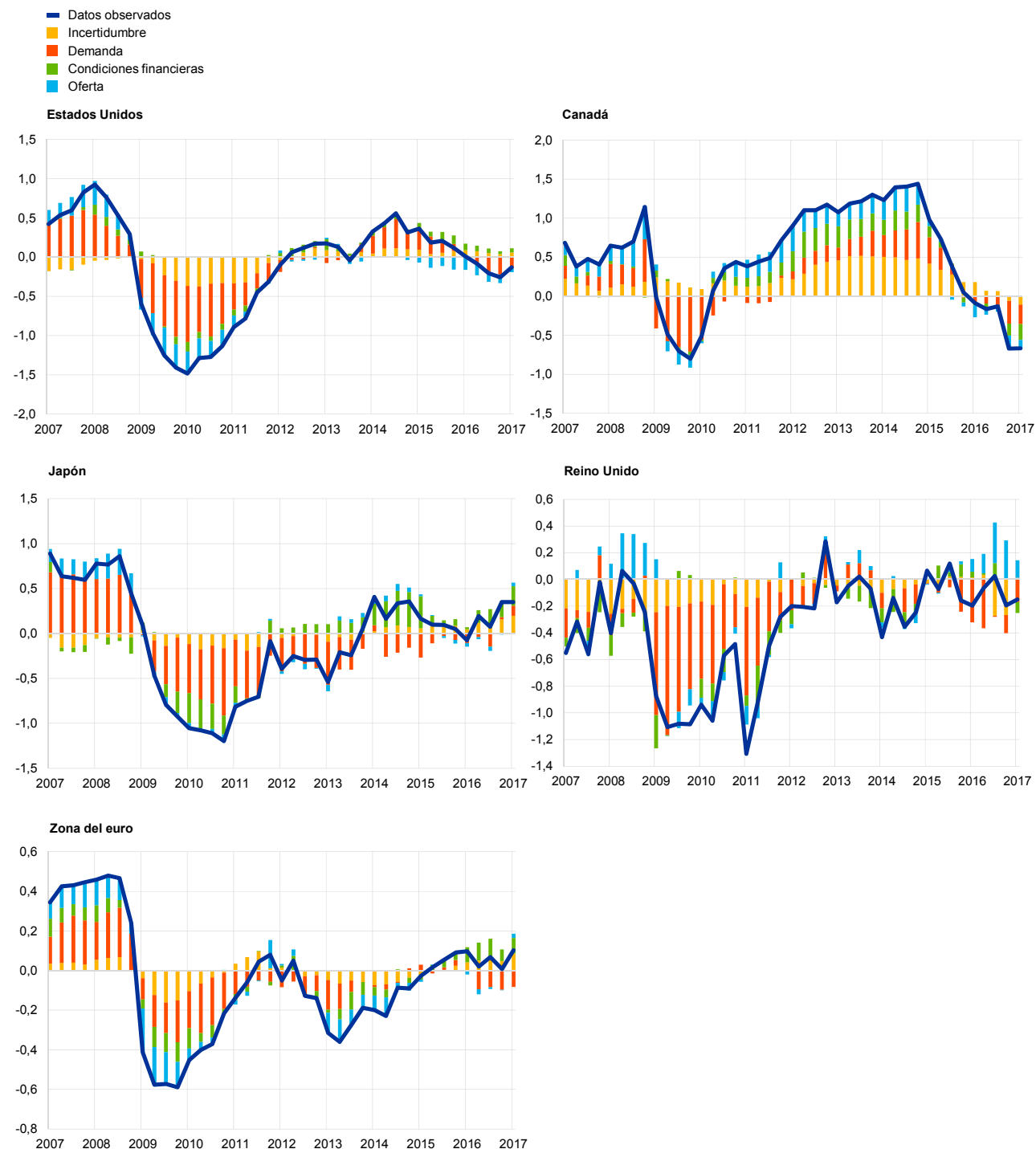
inversión se situaron en torno a los niveles tendenciales en Estados Unidos y el Reino Unido y por encima de dichos niveles en Japón, mientras que en Canadá la brecha de inversión fue negativa.

**Si se amplía el análisis a la zona del euro, se confirma que los factores de demanda son los principales causantes de la desaceleración de la inversión empresarial después de la crisis financiera.** Sin embargo, a diferencia de lo sucedido en otras economías avanzadas, la recuperación de la ratio de inversión se vio interrumpida cuando se intensificó la crisis de la deuda soberana, lo que generó nuevas perturbaciones de demanda negativas y persistentes, además de una incertidumbre económica negativa y perturbaciones financieras hasta principios de 2015. A comienzos de 2017, la ratio de inversión de la zona del euro se situaba algo por encima de los niveles tendenciales, impulsada por las favorables condiciones financieras y la menor incertidumbre.

## Gráfico B

### Descomposición histórica de la ratio de inversión sobre el PIB

(porcentaje y contribución; desviación con respecto a la tendencia; datos trimestrales)



Fuente: Cálculos de expertos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al primer trimestre de 2017.

**De cara al futuro, la mejora general de la confianza de las empresas observada en los últimos meses, conjugada con unas perspectivas mundiales más positivas, debería respaldar la recuperación de la inversión empresarial en las economías avanzadas.** Además, los indicadores que miden la incertidumbre, como la dispersión de las expectativas de crecimiento de los expertos en previsión económica, han ido disminuyendo desde el inicio de 2017. Asimismo, la estabilización de los precios de las materias primas debería reactivar la inversión por parte de sus productores.

## 2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 3 de mayo y el 25 de julio de 2017

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el tercer y cuarto periodos de mantenimiento de reservas de 2017, comprendidos entre el 3 de mayo y el 13 de junio y entre el 14 de junio y el 25 de julio 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.

Paralelamente, 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 compras mensuales por importe de 60 mm de euros, en promedio.

### Necesidades de liquidez

**En el período de referencia, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.168,7 mm de euros, lo que representa un incremento de 82,5 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el primer y segundo período de mantenimiento de 2017).** Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles casi exclusivamente al aumento de 80,6 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra récord de 1.046,3 mm de euros durante el período analizado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron solo marginalmente, en 2 mm de euros, hasta situarse en 122,5 mm de euros.

**El crecimiento observado en los factores autónomos agregados fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de absorción de liquidez.** Los depósitos de las Administraciones Públicas fueron los que más contribuyeron, con un incremento de 25,6 mm de euros, hasta situarse en 196,7 mm de euros, en promedio, en el período analizado. Otros factores autónomos también registraron un ascenso, de 22,5 mm de euros, y se situaron, en promedio, en 720,5 mm de euros. La demanda media de billetes aumentó en 16,6 mm de euros, hasta los 1.131,2 mm de euros, lo que refleja en gran medida la demanda estacional adicional durante los meses de verano.

**Por su parte, los factores autónomos de inyección de liquidez disminuyeron durante el período considerado, como resultado del descenso continuado de los activos netos denominados en euros y una ligera caída de los activos exteriores netos.** Los activos netos denominados en euros cayeron, en promedio, 15,4 mm de euros en relación con el período de referencia anterior, hasta situarse en 332,4 mm de euros, debido principalmente a la disminución de los activos

financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria. Además, los pasivos mantenidos por instituciones oficiales extranjeras en los bancos centrales nacionales aumentaron, lo que redujo aún más el efecto neto de inyección de liquidez de este factor autónomo. El promedio de activos exteriores netos disminuyó marginalmente, en 0,5 mm de euros, hasta situarse en 670 mm de euros.

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

	3 de mayo de 2017 a 25 de julio de 2017		25 de enero de 2017 a 2 de mayo de 2017		Cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento	
<b>Pasivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)</b>								
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>2.048,3</b>	<b>(+64,6)</b>	<b>1.983,7</b>	<b>2.071,6</b>	<b>(+46,6)</b>	<b>2.025,0</b>	<b>(+10,2)</b>	
Billetes en circulación	1.131,2	(+16,6)	1.114,6	1.136,3	(+10,3)	1.126,0	(+7,7)	
Depósitos de las AAPP	196,7	(+25,6)	171,1	229,8	(+66,2)	163,6	(-18,3)	
Otros factores autónomos	720,5	(+22,5)	698,0	705,5	(-29,9)	735,4	(+20,8)	
<b>Cuentas corrientes</b>	<b>1.174,0</b>	<b>(+153,0)</b>	<b>1.021,0</b>	<b>1.169,2</b>	<b>(-9,5)</b>	<b>1.178,7</b>	<b>(+97,6)</b>	
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>717,0</b>	<b>(+81,9)</b>	<b>635,1</b>	<b>717,9</b>	<b>(+1,9)</b>	<b>716,0</b>	<b>(+45,4)</b>	
Exigencias de reservas mínimas	122,5	(+2,0)	120,5	122,6	(+0,3)	122,3	(+1,7)	
Facilidad de depósito	594,5	(+79,9)	514,6	595,3	(+1,6)	593,7	(+43,8)	
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
<b>Activo – Oferta de liquidez (medias; mm de euros)</b>								
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.002,4</b>	<b>(-15,9)</b>	<b>1.018,3</b>	<b>983,3</b>	<b>(-38,2)</b>	<b>1.021,5</b>	<b>(+6,7)</b>	
Activos exteriores netos	670,0	(-0,5)	670,5	656,9	(-26,2)	683,1	(+4,5)	
Activos netos denominados en euros	332,4	(-15,4)	347,8	326,4	(-11,9)	338,4	(+2,2)	
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>2.814,7</b>	<b>(+313,4)</b>	<b>2.501,3</b>	<b>2.853,1</b>	<b>(+76,8)</b>	<b>2.776,3</b>	<b>(+144,8)</b>	
Operaciones de mercado abierto	2.814,5	(+313,5)	2.501,0	2.852,9	(+76,8)	2.776,1	(+144,9)	
Operaciones de subasta	779,0	(+124,4)	654,6	776,8	(-4,3)	781,1	(+55,2)	
OPF	11,5	(-12,2)	23,8	9,4	(-4,3)	13,7	(-4,8)	
OFPM a tres meses	6,1	(-2,1)	8,2	6,7	(+1,2)	5,5	(-1,9)	
Operaciones TLTRO-I	21,1	(-11,4)	32,5	20,5	(-1,2)	21,7	(-4,8)	
Operaciones TLTRO-II	740,2	(+150,1)	590,1	740,2	(+0,0)	740,2	(+66,7)	
Carteras en firme	2.035,5	(+189,1)	1.846,4	2.076,1	(+81,1)	1.995,0	(+89,7)	
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	8,0	(-2,3)	10,3	7,7	(-0,6)	8,3	(-1,3)	
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	5,5	(-0,9)	6,4	5,3	(-0,4)	5,7	(-0,3)	
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	221,3	(+8,1)	213,3	223,3	(+3,9)	219,4	(+4,1)	
Programa para los mercados de valores	98,3	(-1,2)	99,5	98,2	(-0,2)	98,4	(-0,8)	
Programa de compras de bonos de titulación de activos	24,0	(+0,2)	23,8	24,2	(+0,5)	23,7	(-0,4)	
Programa de compras de valores públicos	1.585,6	(+163,6)	1.422,0	1.619,7	(+68,1)	1.551,5	(+78,0)	
Programa de compras de bonos corporativos	92,8	(+21,7)	71,1	97,7	(+9,8)	87,9	(+10,4)	
Facilidad marginal de crédito	0,2	(-0,1)	0,3	0,2	(+0,0)	0,2	(-0,1)	
<b>Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)</b>								
Necesidades de liquidez agregadas	1.168,7	(+82,5)	1.086,2	1.211,3	(+85,0)	1.126,2	(+5,1)	
Factores autónomos <sup>1</sup>	1.046,3	(+80,6)	965,7	1.088,6	(+84,7)	1.003,9	(+3,5)	
Exceso de liquidez	1.645,8	(+231,0)	1.414,8	1.641,6	(-8,3)	1.649,9	(+139,8)	
<b>Evolución de los tipos de interés (medias, porcentajes)</b>								
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eonia	-0,358	(-0,004)	-0,354	-0,359	(-0,002)	-0,357	(-0,002)	

Fuente: BCE.

Notas: Dado que todas las cifras del cuadro están redondeadas, en algunos casos la cifra indicada como variación con respecto al período anterior no 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».

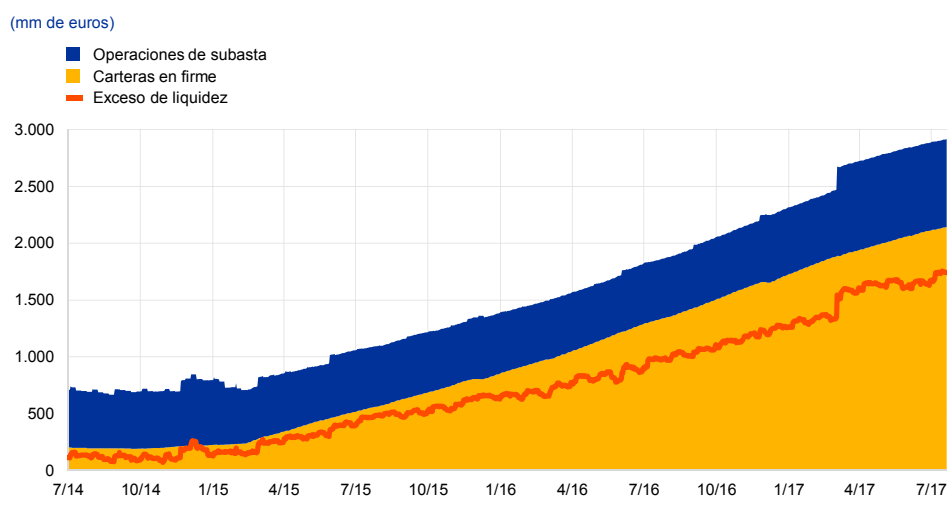
**La volatilidad de los factores autónomos se mantuvo en niveles elevados y prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior.** La volatilidad reflejó, principalmente, las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los activos netos denominados en euros.

## Liquidez inyectada mediante operaciones de mercado abierto

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y compras en firme en el marco del APP— se incrementó en 313,5 mm de euros, hasta situarse en 2.814,5 mm de euros (véase gráfico A).** Este ascenso se debió, principalmente, al APP del BCE y a la cuarta operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) de la segunda serie de operaciones TLTRO (TLTRO-II), que se liquidó por un importe de 233,4 mm de euros el 29 de marzo de 2017.

### Gráfico A

Evolución de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta se incrementó en 124,4 mm de euros, hasta situarse en 779 mm de euros.** Este ascenso puede atribuirse, en gran medida, a la liquidez inyectada mediante la cuarta TLTRO-II, que, a diferencia de lo ocurrido en el período de referencia anterior, se refleja íntegramente en la situación de liquidez media del período actual analizado. El saldo vivo medio de las TLTRO aumentó en 138,7 mm de euros, debido al efecto neto de la liquidación de la cuarta TLTRO-II y de los reembolsos anticipados voluntarios de la financiación obtenida en las operaciones TLTRO-I. La liquidez media inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 12,2 mm de euros y en 2,1 mm de euros, respectivamente.

**La liquidez proporcionada a través de las carteras en firme mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 189,1 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.035,5 mm de euros, debido a la continuación**



**de las compras en el marco del APP.** La liquidez media inyectada a través del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés), del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, del programa de compras de bonos de titulización de activos y del programa de compras de bonos corporativos se incrementó, en promedio, en 163,6 mm de euros, 8,1 mm de euros, 0,2 mm de euros y 21,7 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 4,4 mm de euros en total.

## Exceso de liquidez

**Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez en el período analizado aumentó en 231 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior y se situó en 1.645,8 mm de euros (véase gráfico).** Como ya se ha señalado, este incremento refleja en gran medida la liquidez proporcionada mediante el APP a un ritmo de 60 mm de euros al mes, así como los 233,4 mm de euros adjudicados en la cuarta TLTRO-II, que se vio contrarrestada en cierto modo por las mayores necesidades de liquidez derivadas de los factores autónomos. Si se considera solamente el período de referencia, un análisis más detallado muestra que el exceso de liquidez aumentó en 139,8 mm de euros en el tercer período de mantenimiento, como consecuencia de la liquidez proporcionada por la cuarta TLTRO-II y las compras efectuadas en el marco del APP. Sin embargo, en el cuarto período de mantenimiento dicho exceso disminuyó ligeramente, en 8,3 mm de euros, dado que la liquidez inyectada mediante las compras del APP se vio contrarrestada con creces por el aumento del efecto de absorción de liquidez de los factores autónomos y por la reducción de la financiación adjudicada en las OPF y las OFPML a tres meses, como se ha indicado previamente.

El mayor exceso de liquidez obedeció a un incremento de 153 mm de euros en los saldos medios en cuenta corriente, que se situaron en 1.174 mm de euros en el período analizado, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito registró un ascenso de 79,9 mm de euros y se situó en 594,5 mm de euros.

## Evolución de los tipos de interés

**Los tipos de interés del mercado monetario a un día se mantuvieron próximos al tipo aplicado a la facilidad de depósito, mientras que en el segmento de operaciones con garantía algunos tipos aplicados en determinadas cestas de activos de garantía cayeron por debajo de ese nivel.** 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 -0,358 %, ligeramente por debajo de un nivel medio del -0,354 % en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó dentro de una banda relativamente estrecha, con un máximo del -0,331 % antes del lunes de Pentecostés, a principios de junio de 2017, y un mínimo histórico del -0,373 %

inmediatamente después. 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  $-0,433\%$  para la cesta estandarizada de activos de garantía, lo que supone una disminución de 0,001 puntos porcentuales en relación con el período anterior, mientras que en el caso de la cesta ampliada estos tipos *repo* se situaron en el  $-0,401\%$ , que representa un incremento de 0,002 puntos porcentuales con respecto al período anterior.

El descenso registrado al final del segundo trimestre de 2017 en los tipos *repo* principales fue relativamente moderado en comparación con el observado tanto a finales de 2016 como a finales del primer trimestre de 2017, lo que sugiere que los participantes en los mercados han adoptado prácticas más eficientes en la gestión de activos de garantía. Asimismo, esta evolución también indica los efectos positivos del uso de efectivo como garantía en las operaciones de préstamo de valores efectuadas en el marco del PSPP.

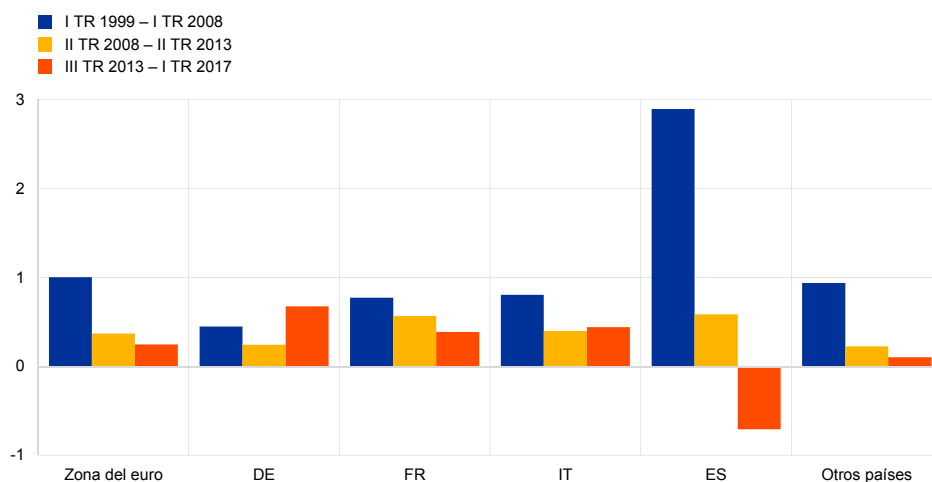
## Evolución reciente de la oferta de trabajo en la zona del euro

**La evolución de la oferta de trabajo determina de forma importante la recuperación económica y el crecimiento a más largo plazo.** Por el lado estructural, la oferta de trabajo puede contribuir significativamente al crecimiento potencial, mientras que, desde una perspectiva cíclica, tiene un impacto directo en el empleo y el paro. Además, no solo influye el tamaño de la población activa, sino también su composición. La oferta de trabajo de la zona del euro ha estado aumentando durante un prolongado período de tiempo pero, aunque esta tendencia se ha mantenido durante la reciente fase de recuperación, su tasa de crecimiento se ha moderado en comparación con el período anterior a la crisis y con el período de crisis (véase gráfico A). En este recuadro se examinan los factores que explican el incremento de la oferta laboral durante la recuperación económica y la moderación de su ritmo de crecimiento, así como los cambios en su composición.

### Gráfico A

Tasa de crecimiento media de la población activa en la zona del euro y en sus principales países

(tasas medias de crecimiento interanual; porcentajes)



Fuentes: Cuentas nacionales y estadísticas coyunturales de Eurostat.

Nota: La población activa se define como la suma del número de empleados según las cuentas nacionales y del número de desempleados.

**Aunque la oferta de trabajo en la zona del euro continúa al alza, su ritmo de crecimiento se ha moderado en la última década.** Inmediatamente después de la Gran Recesión, la tasa de crecimiento media de la población activa se redujo en los principales países de la zona del euro con respecto al período anterior a la crisis. Esta moderación continuó en el período de recuperación (entre el tercer trimestre de 2013 y el primer trimestre de 2017), con la notable excepción de Alemania, donde el crecimiento de la población activa se aceleró y sus tasas actuales superan las registradas en la fase de expansión anterior a la crisis. El debilitamiento de la población activa fue más drástico en España, debido principalmente al efecto del cambio de los flujos migratorios. Antes de la crisis, España registraba una significativa afluencia neta de inmigrantes, que se revirtió tras el acusado

incremento de la tasa de desempleo del país. Esto tuvo un gran impacto negativo tanto en la población en edad de trabajar como en la oferta de trabajo en España, y también se hizo notar en la dinámica de la oferta laboral de la zona del euro. No obstante, en el conjunto de la zona, la inmigración ha contribuido de forma positiva y considerable a la población en edad de trabajar durante la fase de recuperación, que refleja, sobre todo, la afluencia de trabajadores procedentes de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea. A su vez, es probable que esta inmigración haya tenido asimismo un impacto significativo en la población activa, sobre todo en Alemania e Italia, pero también en algunas de las economías más pequeñas de la zona del euro.

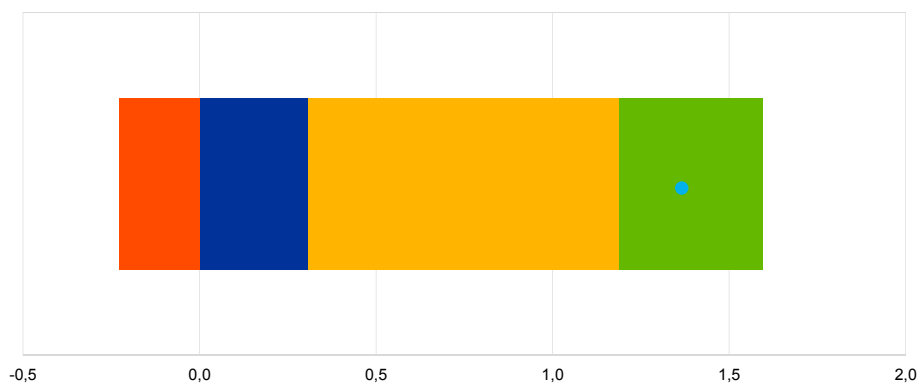
**Desde el comienzo de la recuperación, el aumento de la tasa de actividad ha sido un determinante muy importante del crecimiento de la población activa (véase gráfico B).** La variación de la población activa puede descomponerse en la aportación procedente de los cambios registrados en la población en edad de trabajar (15-64), por una parte, y en la tasa de actividad, por otra. La desaceleración del crecimiento de la oferta de trabajo con respecto al período anterior a la crisis refleja una moderación del crecimiento tanto de la población en edad de trabajar como de la tasa de actividad, aunque la contribución de ambos componentes continuó siendo positiva durante la recuperación. Sin embargo, el avance de la tasa de actividad ha sido el que más ha contribuido al crecimiento de la población activa.

### Gráfico B

#### Descomposición de la variación acumulada de la población activa desde el segundo trimestre de 2013

(puntos porcentuales)

- Por cambio de la población en edad de trabajar
- Por cambio de las tasas de actividad de los grupos de edad
- Por cambio en la composición por edades de la población en edad de trabajar
- Otros
- Variación total



Fuente: Eurostat, *Labour Force Survey*.

Notas: Grupo de edades comprendidas entre los 15 y los 64 años. Datos sin desestacionalizar. La variación de la población activa puede desglosarse en los cambios en la población en edad de trabajar y los cambios en la tasa de participación. Estos últimos pueden descomponerse, a su vez, en variaciones en el tamaño relativo de los grupos de edad de la población y variaciones en las tasas de actividad de los distintos grupos de edad. Para los cálculos se han utilizado grupos quinquenales de edad. El concepto «Otros» incluye otros cambios de composición, por ejemplo, por género.

### La población activa de la zona del euro está envejeciendo, y más personas se mantienen económicamente activas hasta una edad más avanzada. La

proporción de personas con edades comprendidas entre los 50 y los 64 años dentro de la población activa de entre 15 y 64 años ha aumentado del 30 % al 32 %

durante la fase de recuperación, tras haber registrado una tendencia al alza durante un período más largo<sup>14</sup>. Dado que este grupo de edad ha tenido tradicionalmente unas tasas de actividad relativamente bajas, cabría esperar que su mayor porcentaje de la población redujera la tasa de actividad total de la población activa. Sin embargo, las tasas de actividad se han incrementado en el colectivo con edades comprendidas entre los 50 y los 64 años en los últimos cuatro años (entre el segundo trimestre de 2013 y el primer trimestre de 2017, la tasa de actividad aumentó en 0,7 puntos porcentuales, 3,8 puntos porcentuales y 7,6 puntos porcentuales en los grupos de edad de 50-54 años, 55-59 años y 60-64 años, respectivamente), impulsadas por el aumento de la edad de jubilación en la mayoría de los países, así como por otros factores, como el mayor nivel de educación de la población (que se analiza más adelante). Todos estos factores están elevando la tasa de actividad total, contrarrestando lo que sería el impacto negativo del cambio en la composición por edades (véase la barra roja del gráfico B). Además, la menor proporción en la población del colectivo con edades comprendidas entre 15 y 24 años también ha contribuido a impulsar la tasa de actividad total, dado que la tasa de actividad de este grupo de edad suele ser relativamente baja. Sin embargo, este efecto positivo de la composición se ha visto compensado en parte por el descenso de la tasa de participación de este grupo desde 2008.

**Manteniendo una tendencia de largo plazo, el aumento de la población activa durante la recuperación económica ha estado determinado por la participación de las mujeres.** Aunque la proporción cada vez más elevada de los grupos de edades más avanzadas es una característica de ambos géneros, en el caso de las mujeres, el crecimiento de la tasa de actividad durante el período de recuperación ha sido mayor, y el descenso de la población de entre 25 y 54 años, menor (véase gráfico C). La creciente tasa de actividad de las mujeres y la diferente participación femenina con respecto a la masculina se explican, en gran medida, por la distinta evolución de los niveles educativos de los hombres y las mujeres. La proporción de mujeres con educación terciaria en la población en edad de trabajar es superior a la de los varones<sup>15</sup>, y, además, ha aumentado de forma más acusada en la última década, tanto en el grupo de entre 25 y 54 años como en el grupo de más edad, y es un determinante importante de la mayor participación femenina en la población activa<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> El aumento tendencial de las generaciones de más edad refleja el hecho de que la generación del *baby boom* ha llegado a estas categorías de edad y la proporción de generaciones más jóvenes ha disminuido. Véase «Population structure and ageing», Eurostat Statistics Explained, Eurostat, junio de 2017, disponible en <http://ec.europa.eu/eurostat>.

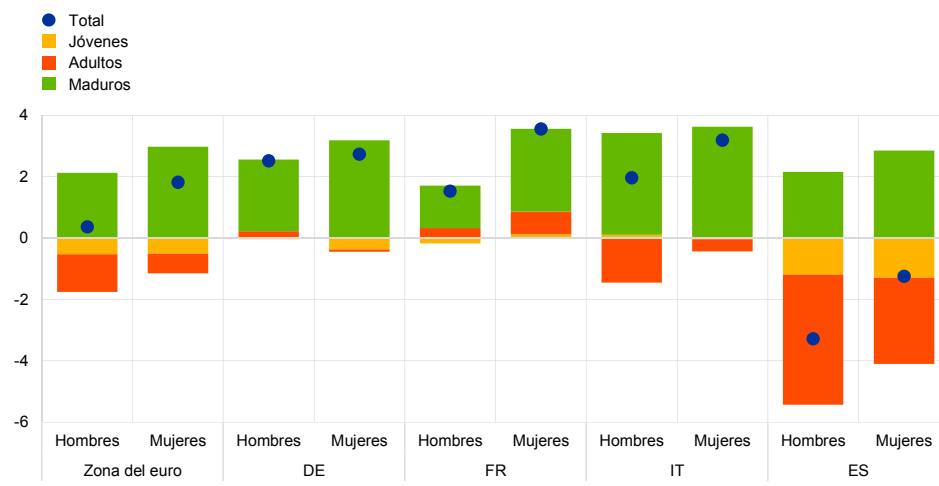
<sup>15</sup> En la población en edad de trabajar, la proporción de personas con educación terciaria solo es menor en el colectivo de mujeres que en el de hombres en el grupo de edades comprendidas entre 55 y 64 años, aunque la diferencia entre ambos géneros se ha ido reduciendo considerablemente en la última década.

<sup>16</sup> Véase O. Thévenon, «Drivers of Female Labour Force Participation in the OECD», *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, n.º 145, OCDE, 2013, disponible en <http://www.oecd-ilibrary.org>.

### Gráfico C

Descomposición de la variación acumulada de la población activa por género y edad en la zona del euro y en sus principales países durante la recuperación económica (entre el segundo trimestre de 2013 y el primer trimestre de 2017)

(porcentajes de la población activa en el segundo trimestre de 2013)



Fuente: *Labour Force Survey*.

Notas: Jóvenes: entre 15 y 24 años; adultos: entre 25 y 54 años; maduros: entre 55 y 64 años. Datos sin desestacionalizar.

### Los efectos cíclicos han contribuido a que las tasas de participación femenina y masculina en el grupo de edades comprendidas entre 25 y 54 años evolucionen de forma divergente.

La tasa de actividad de los hombres en este grupo de edad ha ido disminuyendo desde el comienzo de la crisis, probablemente como consecuencia del descenso cíclico del empleo en sectores y puestos en los que tradicionalmente dominaban los varones (en particular, la construcción y los trabajos físicos de baja cualificación)<sup>17</sup>. La reciente moderación de esta tasa de retroceso durante el período de recuperación refleja la mejora de la situación del mercado de trabajo en estos sectores con predominio masculino. Al mismo tiempo, la tasa de participación femenina puede haberse visto afectada a lo largo del ciclo económico por el «efecto del trabajador adicional» —la tendencia de que las mujeres entren en el mercado laboral cuando su cónyuge pierde su empleo o se retira de la actividad—. Este efecto del trabajador adicional puede haber adquirido especial relevancia dado el fuerte impacto de la crisis en la renta (y la riqueza) y, por tanto, es probable que haya influido en el crecimiento de la participación femenina durante la crisis en varios países de la zona del euro<sup>18</sup>. Más recientemente, durante la fase de recuperación, la tasa de participación de las mujeres de entre 25 y 54 años ha ido aumentando a un ritmo más lento que antes, lo que, de nuevo, puede reflejar el hecho de que, con el ascenso del empleo masculino, se ha reducido la

<sup>17</sup> Véase S. Black, J. Furman, E. Rackstraw y N. Rao, «The long-term decline in US prime-age male labour force participation», VOX, CEPR's Policy Portal, Centre for Economic Policy Research, 2016, disponible en <http://voxeu.org>, donde se explican las razones de la menor participación masculina del colectivo de entre 25 y 54 años en Estados Unidos. En la zona del euro pueden existir factores similares. Entre los principales países de la zona, durante la crisis, las tasas de actividad de los hombres en este intervalo de edad disminuyeron en mayor medida en Italia, pero también se observó cierta moderación en Alemania y Francia (en este último, incluso antes de la crisis).

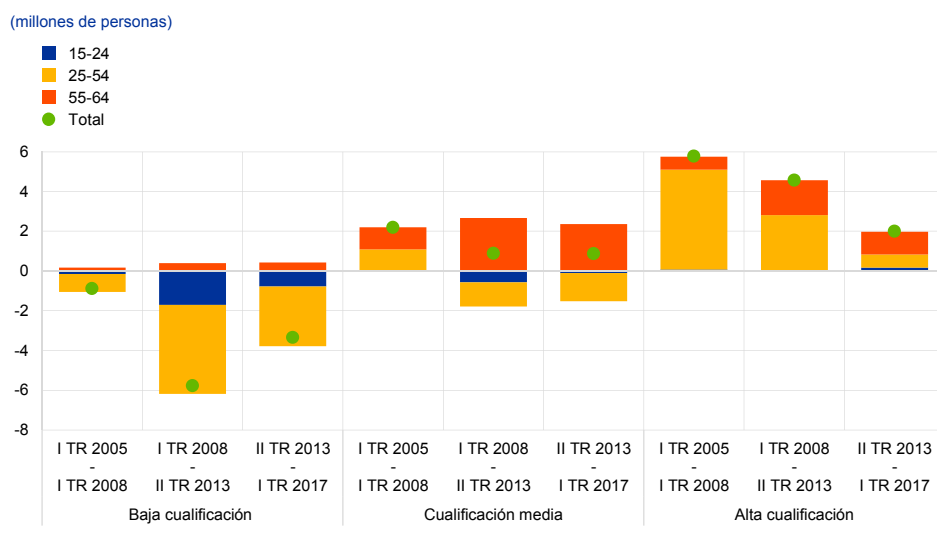
<sup>18</sup> Véase un análisis del efecto del trabajador adicional en los países europeos en A. Ried y F. Schoiswohl, «Is there an added worker effect? – European labor supply during the crisis», *Focus on European Economic Integration*, n.º Q4/15, Oesterreichische Nationalbank, 2015.

necesidad de que las mujeres accedan al mercado de trabajo únicamente para mantener la renta familiar.

**La composición de la población activa, por nivel de cualificación, está cambiando debido a factores de carácter estructural.** Durante la recuperación, el aumento de la población activa ha estado dominado por las personas con un elevado nivel de cualificación. La composición de la población activa está cambiando claramente a más largo plazo, con un incremento del número de personas altamente cualificadas, mientras que el número de trabajadores que únicamente han cursado educación primaria o inferior se ha ido reduciendo desde el segundo trimestre de 2013. La cantidad de trabajadores con un nivel de cualificación medio solo ha crecido de forma moderada, ya que las personas con este nivel de cualificación han aumentado en las categorías de más edad y han descendido en el segmento de edades comprendidas entre 25 y 54 años (véase gráfico D). Todos estos cambios obedecen, principalmente, a la evolución de la composición de la población por nivel educativo.

### Gráfico D

Composición de la variación de la población activa de la zona del euro antes de la crisis, durante la crisis y durante la recuperación, por edad y nivel educativo



Fuente: *Labour Force Survey*.

Notas: Grupo de edades comprendidas entre 15 y 64 años. Baja cualificación: nivel inferior a educación primaria, educación primaria y educación secundaria obligatoria (niveles 0-2); cualificación media: bachillerato y educación postsecundaria no terciaria (niveles 3 y 4); alta cualificación: educación terciaria. Datos sin desestacionalizar.

**En conjunto, aunque el ritmo de crecimiento se ha moderado, la oferta de trabajo ha seguido aumentando durante el período de recuperación, como consecuencia, en gran medida, de factores estructurales.** El incremento de las tasas de actividad de las generaciones de más edad es el principal factor que explica los recientes aumentos, aunque la creciente participación de las mujeres también ha contribuido positivamente. Sin embargo, el cambio en la composición por edades de la población activa y la menor participación de los hombres de entre 25 y 54 años y de los jóvenes han contribuido negativamente a la oferta de trabajo. Por último, el crecimiento de la población activa se ha visto impulsado por las personas con alta cualificación, mientras que la oferta de trabajadores con baja

calificación ha disminuido. Esta evolución sigue tendencias de más largo plazo, mientras que el ciclo económico ha tenido un impacto menor en la oferta de trabajo. La mayor contribución de los grupos de más edad, de las mujeres y de las personas altamente cualificadas a la oferta laboral también se refleja en la nueva composición del empleo. Asimismo, hay margen para aplicar políticas que aumenten la oferta de trabajo, como confirma también la heterogeneidad de las tasas de actividad en los distintos países de la zona del euro. Entre ellas podrían incluirse la flexibilización de las jornadas laborales, sistemas tributarios que incentiven la participación de los segundos perceptores de renta, la disponibilidad de servicios de atención infantil asequibles y de calidad, y políticas de formación y reciclaje adaptadas a las necesidades del mercado laboral.



## La reducción del desempleo desde una perspectiva histórica

**En este recuadro se examinan las condiciones macroeconómicas y estructurales que han dado lugar a reducciones sustanciales del desempleo desde una perspectiva histórica.** La muestra analizada incluye a todos los países de la OCDE durante los últimos 35 años. Mediante la comparación de las características de estas experiencias históricas con las de los países de la zona del euro actualmente en recuperación y con abundante creación de empleo es posible extraer conclusiones que pueden ser de utilidad en el análisis de la evolución futura del desempleo.

**En consonancia con la literatura, en este recuadro se define un episodio de reducción sustancial del desempleo como aquel que cumple las tres condiciones siguientes:** 1) la tasa de paro se reduce al menos 3 puntos porcentuales transcurridos tres años desde que dicha tasa alcanzara un máximo; 2) la disminución de la tasa de paro en un período de tres años es, como mínimo, del 25 % de la tasa inicial; 3) al cabo de cinco años, la tasa de paro continúa por debajo de la registrada al comienzo del episodio<sup>19</sup>.

**Al aplicar estas tres condiciones a la Unión Europea (UE) y a otros países de la OCDE durante el período 1980-2015 se pueden identificar 25 episodios de reducciones sustanciales del desempleo.** En estos 25 episodios, el nivel inicial de desempleo se situaba, en promedio, en el 13,4 %; al cabo de tres años había disminuido 4,5 puntos porcentuales, lo que representaba un 35 % de la tasa de paro inicial, y, transcurridos cinco años, esta tasa se había reducido casi a la mitad (véase cuadro). En los países de la zona del euro, la mayor parte de estos episodios comenzaron a mediados de los años noventa<sup>20</sup>. En la primera mitad de esa década, la tasa de paro alcanzó máximos históricos y en Europa el crecimiento no fue acompañado de creación de empleo. El período comprendido entre la segunda mitad de los años noventa y principios de la década de 2000 coincidió con el de mayor intensidad de reformas en los mercados de trabajo y de productos. Este mayor impulso reformista estuvo inducido no solo por la elevada tasa de paro, sino también, muy probablemente, por la introducción del euro y el proceso de integración de la UE<sup>21</sup>.

**En la actualidad, cinco países de la zona del euro parecen cumplir los criterios anteriormente mencionados (véase cuadro)**<sup>22</sup>. Estos países son Irlanda, España, Chipre, Portugal y Eslovaquia. Otros países con altos niveles de

<sup>19</sup> C. Freund y B. Rijkers adoptaron un enfoque similar en «Episodes of unemployment reduction in rich, middle-income and transition economies», *Journal of Comparative Economics*, vol. 42(4), diciembre de 2014, pp. 907-923.

<sup>20</sup> Los países de la zona del euro en los que se registraron episodios de reducción del desempleo a partir de mediados de la década de los noventa son Irlanda (1993-1998), Países Bajos (1995-2000), Finlandia (1995-2000) y España (1996-2001).

<sup>21</sup> Véase, por ejemplo, A. Dias da Silva, A. Givone y D. Sondermann, «When do countries implement structural reforms?», *Working Paper Series*, n.º 2078, BCE, junio de 2017.

<sup>22</sup> Como los episodios actuales de reducción del desempleo comenzaron en 2013, las proyecciones de la Comisión Europea de junio de 2017 para los años 2017 y 2018 se han utilizado para evaluar el cumplimiento del tercer criterio.

desempleo y en los que actualmente se observan reducciones del desempleo son Grecia, Italia y Eslovenia. No obstante, todavía no cumplen estos tres criterios, ya que Italia y Eslovenia no satisfacen ninguno de ellos, mientras que Grecia puede considerarse en el límite, porque solo incumple el segundo criterio, es decir, una disminución que, como mínimo, represente el 25 % de la tasa de paro inicial al cabo de tres años.

## Cuadro

### Episodios actuales de reducciones sustanciales del desempleo

	Inicio del episodio	Tasa de paro inicial (porcentaje)	Reducción de la tasa de paro al cabo de tres años (puntos porcentuales)	Reducción de la tasa de paro al cabo de tres años (porcentaje)	Reducción de la tasa de paro al cabo de cinco años (puntos porcentuales)
<b>Media histórica</b>	-	13,4	4,5	35	6,2
<b>Irlanda</b>	2012	14,7	5,3	36	8,3
<i>episodio anterior</i>	1993	15,6	3,9	25	8,1
<b>España</b>	2013	26,1	6,5	25	10,2
<i>episodio anterior</i>	1996	19,9	6,3	32	9,3
<b>Chipre</b>	2014	16,1	4,4	27	5,5*
<b>Portugal</b>	2013	16,4	5,2	32	7,2
<i>episodio anterior</i>	1985	9,8	3,1	32	4,2
<b>Eslovaquia</b>	2013	14,2	4,5	32	6,6
<i>episodio anterior</i>	2004	18,3	7,1	39	6,2
<b>Pro memoria:</b>					
<b>Grecia</b>	2013	27,5	3,9	14	-5,9
<b>Italia</b>	2014	12,7	1,2	9	1,4*
<b>Eslovenia</b>	2013	10,1	2,1	21	3,8
<b>Zona del euro</b>	2013	12,0	2,1	17	3,2

Fuente: Cálculos de expertos del BCE basados en datos de la Comisión Europea.

Notas: \*Datos desde cuatro años antes del inicio de la reducción del desempleo. La media histórica se refiere a una media simple de 25 episodios identificados en 41 países de la UE y la OCDE entre 1980 y 2010.

### Las condiciones macroeconómicas y estructurales imperantes al comienzo de los episodios de reducciones sustanciales del desempleo eran muy diferentes de las existentes en los casos en los que no se produjeron tales reducciones.

En el gráfico A se comparan las características macroeconómicas y estructurales de los 25 episodios de reducciones significativas del desempleo con las de un grupo de países en los que no se produjeron estos episodios, pese a que, en el último grupo, la tasa de paro era, como mínimo, tan alta como la tasa media del primer grupo al inicio del episodio.

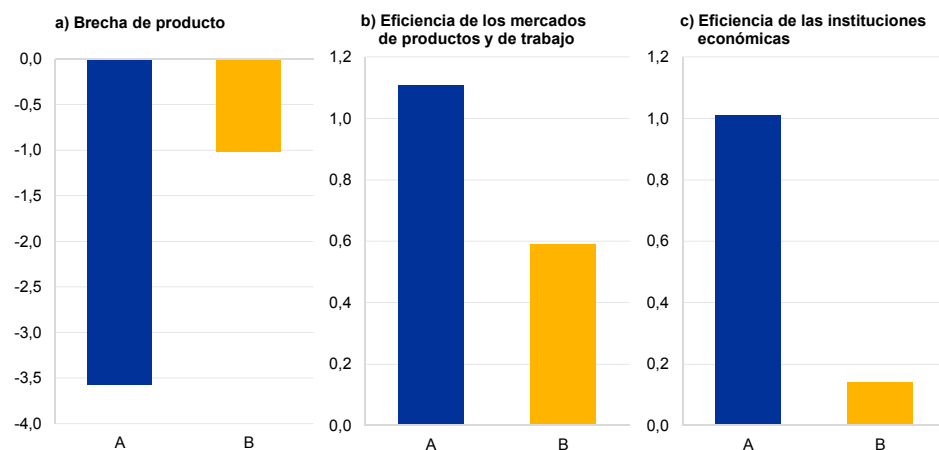
**En general, el comienzo de un episodio de reducción sustancial del desempleo suele coincidir con una considerable atonía de la economía.** El panel (a) del gráfico A muestra que los países que están experimentando un episodio de disminución significativa del desempleo tienen una brecha de producción negativa más pronunciada que los países en los que la tasa de paro continúa siendo elevada.

### Los episodios de reducciones sustanciales del desempleo se producen cuando se dispone de estructuras e instituciones más eficientes.

La comparación del grupo de países en los que se registra una disminución significativa del paro con el grupo que no experimenta tal reducción muestra que el segundo se caracteriza por tener unas estructuras/instituciones económicas considerablemente más débiles, a tenor de la eficiencia del mercado de productos y la eficiencia general de las instituciones económicas [véanse los paneles (b) y (c) del gráfico A]. Esto parece sugerir que los episodios de reducción satisfactoria del desempleo se producen cuando las condiciones estructurales, incluida la normativa sobre los mercados de productos y de trabajo y la calidad general de las instituciones, son más sólidas.

#### Gráfico A

Comparación de las características macroeconómicas y estructurales de países con niveles elevados de desempleo que registraron una reducción sustancial del paro (A) con las de países que no experimentaron tal reducción (B)



Fuente: Cálculos de expertos del BCE basados en datos de Eurostat.

Notas: «A» se refiere a observaciones sobre países con una tasa media de paro superior al 13 % seguida de una reducción sustancial del desempleo. «B» se refiere a observaciones sobre países con una tasa media de paro superior al 13 % que no va seguida de una reducción sustancial del desempleo. El umbral del 13 % está relacionado con la tasa media de paro al inicio de episodios de reducción sustancial del desempleo (véase cuadro).

### La evolución de las variables macroeconómicas y estructurales

fundamentales en torno a episodios históricos de reducción del desempleo puede arrojar más luz sobre los patrones de reducción del paro. El gráfico B

muestra la evolución de la tasa de paro, del crecimiento del PIB, de la remuneración por asalariado y de la orientación de las reformas<sup>23</sup> en los países en los que se han registrado reducciones sustanciales del desempleo en comparación con la media de

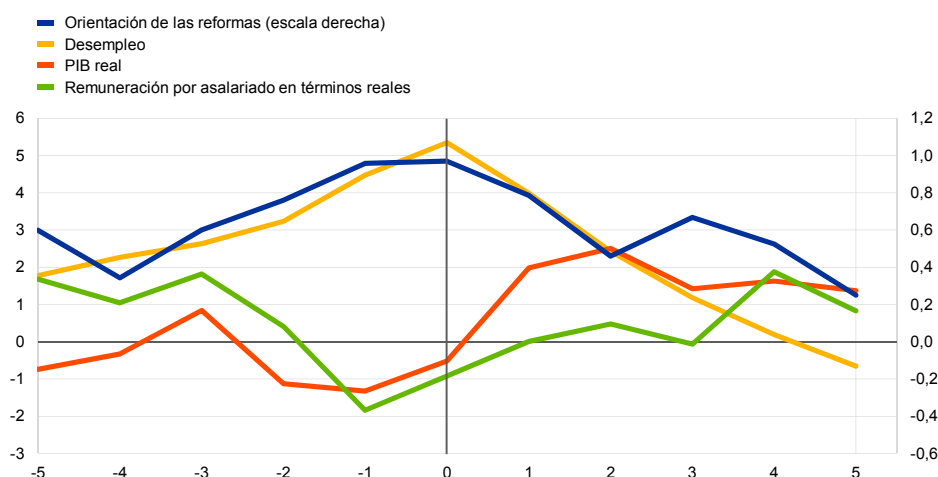
<sup>23</sup> La orientación de las reformas se calcula utilizando la variación de los indicadores de la OCDE relativos a la legislación sobre protección del empleo y de regulación de las industrias de red, es decir, energía, transporte y comunicaciones (ETCR, en sus siglas en inglés), y una medida del grado de centralización de la negociación salarial, elaborada por el Fraser Institute. Las variaciones de estas series se utilizan como una variable para aproximar las reformas de los mercados de trabajo y de productos, que probablemente tengan un impacto en la demanda y la oferta de empleo y, por tanto, en la tasa de desempleo. La atención se centra en las reformas relativamente importantes, que se definen como reformas que superan dos desviaciones típicas de la variación del indicador de todas las observaciones de cada serie. Al indicador de la orientación de las reformas se le otorga un valor de 0 si no se realizan reformas importantes, 1 si se aplica una reforma importante, 2 si se realizan reformas importantes en dos áreas y 3 si se emprenden reformas importantes en relación con los tres ámbitos.

la muestra<sup>24</sup>. El gráfico pone de manifiesto que la remuneración por asalariado en términos reales se modera sensiblemente antes del inicio de un episodio de reducción sustancial del desempleo y que prácticamente no aumenta hasta transcurridos tres años desde el comienzo del episodio. El crecimiento del PIB disminuye notablemente en los dos años anteriores al episodio. Después de iniciarse el episodio de disminución significativa del desempleo, el PIB avanza de forma considerable durante el período de cinco años. Al margen del papel desempeñado por el ciclo económico, el mayor esfuerzo reformista está asociado a una disminución posterior de la tasa de paro (lo que puede observarse en el gráfico B), ya que el número de reformas alcanza un máximo antes de que comience el episodio de descenso del desempleo.

### Gráfico B

#### Evolución de las variables macroeconómicas y de la orientación de las reformas antes y después de episodios de reducción sustancial del desempleo

[orientación de las reformas (índice 0-3, corregido por la media); tasa de paro (en porcentaje de la población activa, corregida por la media); PIB real (tasa de variación interanual, corregida por la media); remuneración por asalariado en términos reales (tasa de variación interanual, corregida por la media)]



Fuente: Cálculos de expertos del BCE basados en datos de Eurostat y de la OCDE.

Notas: «0» indica el inicio del episodio de reducción del desempleo. Todas las variables se han corregido por la media de la muestra de las observaciones de cada año. Tasa de paro expresada en porcentaje de la población activa. Crecimiento del PIB y remuneración por asalariado en términos reales expresados en tasas de crecimiento interanual. La orientación de las reformas se calcula como un índice entre 0 (no se han aplicado reformas) y 3, y se ha corregido por la media de la muestra de las observaciones de cada año. No se dispone de datos sobre variables estructurales con posterioridad a 2013.

#### En general, los anteriores análisis estáticos y dinámicos de episodios ocurridos en el pasado muestran que los factores estructurales son fundamentales para conseguir una disminución satisfactoria del desempleo.

Los episodios de reducción sustancial y sostenida del paro se han producido en un contexto de condiciones cíclicas favorables y de políticas salariales responsables, y después de realizar amplias reformas de los mercados de productos y de trabajo.

<sup>24</sup> Todas las variables se han corregido por la media para incluir perturbaciones conjuntas y tendencias temporales.

## 5 Necesidades de reformas estructurales en la zona del euro: información de una encuesta a grandes empresas

**En este recuadro se resumen los resultados de una encuesta *ad hoc* del BCE sobre reformas estructurales en la zona del euro llevada a cabo entre las empresas líderes de la zona<sup>25</sup>.** En los últimos años, los responsables de la política económica han subrayado reiteradamente la importancia de las reformas estructurales como medio para incrementar la tasa de crecimiento potencial y reforzar la capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro<sup>26</sup>. Sin embargo, hasta ahora, los intentos de conocer la opinión de la comunidad empresarial sobre este tema han sido limitados. La encuesta perseguía tres objetivos: 1) obtener información sobre el impacto de las reformas aplicadas recientemente en la zona del euro y analizarlas desde una perspectiva empresarial; 2) entender los principales obstáculos percibidos a la aplicación de reformas, y 3) conocer las prioridades de reforma necesarias para avanzar en la mejora del entorno empresarial y de los mercados de trabajo de la zona del euro, así como para completar el mercado único europeo.

**Se recibieron respuestas de unas 55 de las principales empresas no financieras de la zona del euro que operan en una amplia gama de sectores.**

En general, los encuestados pertenecían a empresas líderes de sus sectores respectivos. En conjunto, las 55 empresas representan alrededor del 1 % del empleo total de la zona del euro. En términos de composición sectorial, unas 30 desarrollaban su actividad principalmente en el sector industrial (incluida la construcción), y 25 eran empresas de servicios. Alrededor de dos terceras partes se dedicaban fundamentalmente al suministro de productos y servicios entre empresas, mientras que la mayor parte del tercio restante eran empresas de productos y servicios a particulares.

**La mayoría de las empresas indicó que las recientes reformas estructurales habían tenido una incidencia favorable en su actividad.** Las valoraciones positivas estaban relacionadas principalmente con el efecto de las reformas del mercado de trabajo. Los encuestados destacaron, en particular, el impacto de las reformas emprendidas en 2012 en España<sup>27</sup>, que han aumentado la flexibilidad del mercado laboral.

**Más del 60 % de las empresas participantes en la encuesta consideró que el ritmo de implementación de las reformas durante el período 2013-2016 había sido «lento y fragmentado» (véase gráfico A).** Algo más de una cuarta parte de

<sup>25</sup> La encuesta se envió en la primavera de 2017.

<sup>26</sup> Véanse, por ejemplo, M. Draghi, *Structural Reforms, Inflation and Monetary Policy*, discurso de apertura del Foro sobre banca central del BCE, Sintra, 22 de mayo de 2015; P. Praet, *The euro area economy, monetary policy and structural reforms*, intervención en la mesa redonda del Observatory Group, Nueva York, 18 de noviembre de 2016.

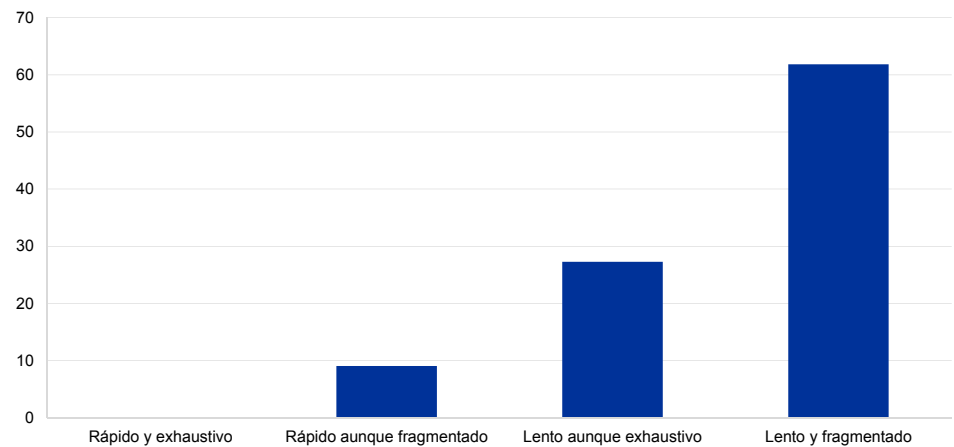
<sup>27</sup> En el caso de España, aproximadamente un tercio de las empresas encuestadas indicó que las reformas aplicadas desde 2008 habían tenido un impacto positivo sobre la inversión (en particular, incrementando el porcentaje de la inversión total destinado a investigación y desarrollo y, de este modo, mejorando el apoyo a la innovación). Al mismo tiempo, más del 40 % consideró que las reformas habían favorecido el crecimiento de la productividad, y casi el 40 % señaló que las reformas habían contribuido a un mayor avance del empleo, reduciendo los riesgos (y los costes) asociados a la contratación y ayudando a aumentar la flexibilidad salarial.

las empresas —pertenecientes a una amplia gama de sectores— respondió que la implementación había sido «lenta aunque exhaustiva». Una notable excepción fueron las empresas con intensa actividad en España, que tendieron a ser más positivas en este sentido. Sin embargo, en conjunto, solo un número reducido de empresas (que operan principalmente en el sector servicios) consideró que la aplicación de las reformas había sido «rápida», mientras que ninguno de los encuestados describió las reformas recientes como «rápidas y exhaustivas».

### Gráfico A

#### Ritmo de implementación de las reformas (2013-2016)

(porcentaje de encuestados)



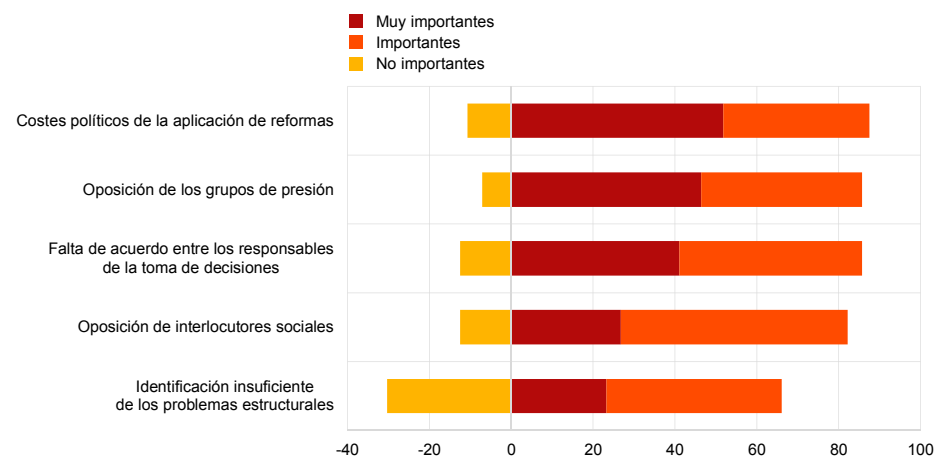
Fuentes: Encuesta sobre reformas estructurales del BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Datos basados en las respuestas a la pregunta: «¿Cómo valoraría el ritmo de implementación de las reformas estructurales en los países de la zona del euro durante los tres últimos años?».

### Gráfico B

#### Obstáculos al impulso reformista

(porcentaje de encuestados)



Fuentes: Encuesta sobre reformas estructurales del BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Datos basados en las respuestas a la pregunta: «En su opinión, ¿cuáles son los obstáculos más importantes para la aplicación de reformas estructurales en la zona del euro?». Los porcentajes negativos se refieren a las respuestas en las que un factor se considera «No importante».

**Los obstáculos a la realización de nuevas reformas (véase gráfico B) se atribuyeron principalmente a las restricciones políticas y a la oposición de los grupos de presión.** Un número reducido de participantes en la encuesta consideró que el estancamiento de los esfuerzos reformistas se debía a una falta de claridad sobre las necesidades de reforma. En cambio, alrededor del 85 % de las empresas sugirieron que la aplicación de reformas se veía dificultada fundamentalmente por consideraciones políticas. La oposición de los «grupos de presión» y la falta de acuerdo entre los responsables de la toma de decisiones también ocuparon un lugar destacado como obstáculos a los esfuerzos de reforma (al menos el 40 % de los encuestados calificó estos obstáculos de «muy importantes»).

**Al ser preguntadas por las necesidades de reforma actuales, las empresas subrayaron de forma sistemática que las reformas del mercado de trabajo eran el ámbito en el que la adopción de nuevas medidas resultaba más urgente, aunque también consideraron importante que se acometieran reformas adicionales en los mercados de productos y en el entorno empresarial.** Este resultado refleja las clasificaciones sistemáticamente más altas alcanzadas por las variables relativas al mercado laboral, a las que se califica de «importantes» y «muy importantes», entre las respuestas a las preguntas habituales sobre las necesidades de reforma en tres áreas diferentes (culminación del mercado único europeo, entornos empresariales nacionales y mercados de trabajo), así como en las respuestas a una pregunta más abierta en la que los encuestados debían especificar cuáles eran, en su opinión, las reformas «más urgentes»<sup>28</sup>.

**En cuanto al mercado de trabajo (véase gráfico C), las empresas manifestaron que habría que dar prioridad a las reformas encaminadas a seguir potenciando la «flexibilidad» de la mano de obra con esfuerzos a favor de un horario laboral más flexible, un uso más fácil de los contratos temporales, así como una legislación sobre protección del empleo menos restrictiva, constituyendo estas, tres de las cuatro prioridades fundamentales para al menos el 80 % de las empresas.** Además, en torno al 50 % de los encuestados sugirió que las reformas encaminadas a aumentar la flexibilidad laboral probablemente tendrían el mayor impacto sobre los resultados empresariales —dada su relevancia para la recuperación de la competitividad y también porque permitirían a las empresas responder mejor a la creciente volatilidad de la demanda y a los cambios en sus patrones—.

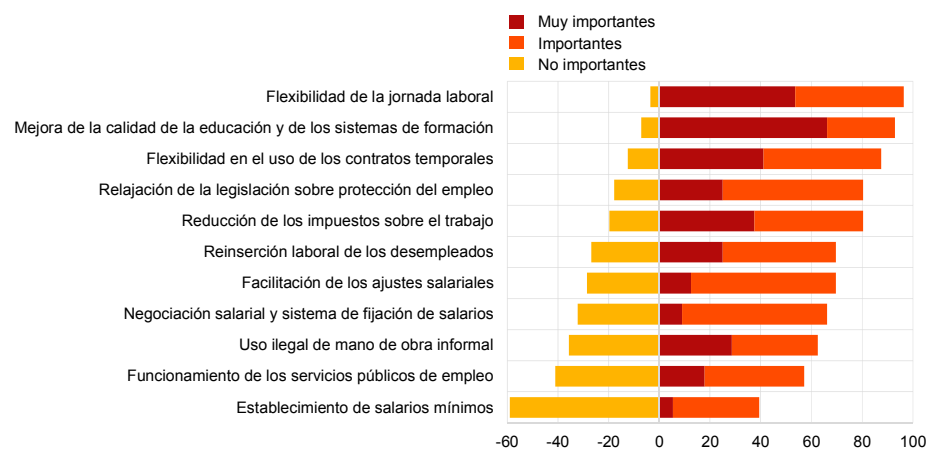
---

<sup>28</sup> Los resultados están en consonancia con los de otras encuestas del BCE a grandes empresas, como se ha reflejado en números anteriores del Boletín Económico. Véanse, en particular, los recuadros titulados «¿Cuáles son las causas de la baja inversión en la zona del euro? Respuestas de una encuesta a grandes empresas de la zona» (número 8/2015) y «Patrones de la producción mundial desde una perspectiva europea: información de una encuesta a grandes empresas de la zona del euro» (número 6/2016).

## Gráfico C

### Necesidades de reforma del mercado de trabajo en la zona del euro

(porcentaje de encuestados; respuestas clasificadas según la calificación total)



Fuentes: Encuesta sobre reformas estructurales del BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Datos basados en las respuestas a la pregunta «¿Cómo valora las necesidades de reforma del mercado de trabajo en los países de la zona del euro en su sector?». Los porcentajes negativos se refieren a las respuestas en las que un factor se considera «No importante».

**Además, más del 90 % de las empresas destacaron las necesidades de reforma dirigidas a mejorar la calidad de la educación y los sistemas de formación.** Este aspecto se consideró especialmente relevante a la luz de los cambios hacia competencias intensivas en conocimiento, de la digitalización y de los tradicionales déficits estructurales en competencias relacionadas con la ingeniería. Asimismo, la necesidad de reducir las cargas impositivas y sociales que gravan el trabajo se mencionó de manera generalizada entre las áreas en las que se consideraba importante acometer reformas adicionales, mientras que la necesidad de nuevas reformas en los sistemas de negociación salarial y en los procesos de fijación de los salarios (incluido el salario mínimo) se mencionaron con menos frecuencia.

**Por lo que se refiere a las posibles prioridades de reforma para mejorar el entorno empresarial general (véase gráfico D), más del 90 % de las empresas también destacaron las reformas para reducir las cargas administrativas.** De hecho, casi el 60 % indicó que era «muy importante» seguir trabajando en esta área<sup>29</sup>. Los participantes en la encuesta indicaron que estas reformas probablemente contribuirían a reducir los costes administrativos de los proveedores, a reorientar los recursos hacia fines distintos de los procedimientos de cumplimiento y a acelerar la apertura de nuevos negocios<sup>30</sup>. También se consideraron relevantes las restricciones en los sectores de red, ya que alrededor del 80 % de las empresas

<sup>29</sup> Tan solo las reformas para mejorar la calidad de la educación y de los sistemas de formación se consideraron más importantes.

<sup>30</sup> Aunque es una opinión claramente minoritaria, uno de los encuestados indicó que, en su opinión, las cargas administrativas habían aumentado desde 2008. Al mismo tiempo, otros argumentaron que unas exigencias regulatorias y de presentación de información desproporcionadas pueden dificultar el cumplimiento o la supervisión por parte de las autoridades competentes.

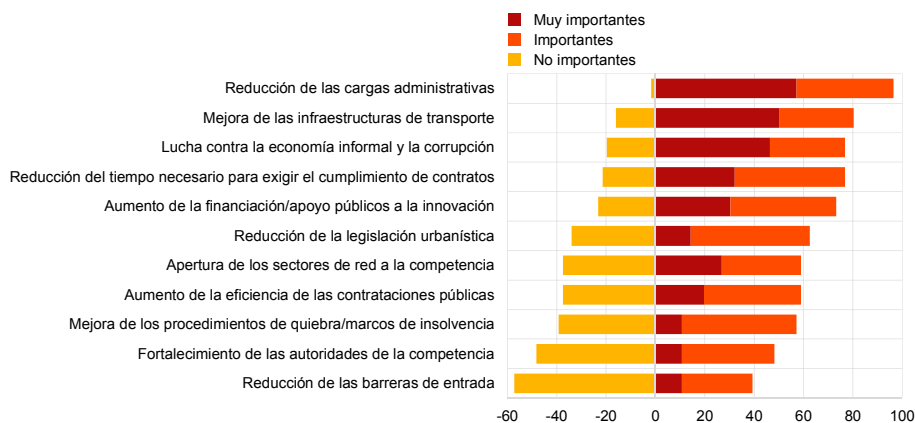


subrayó la necesidad de nuevas mejoras en las infraestructuras de transporte<sup>31</sup> y el 60 % puso de relieve la falta de competencia en los sectores de red.

### Gráfico D

#### Necesidades de reforma del entorno empresarial en la zona del euro

(porcentaje de encuestados, respuestas clasificadas según la calificación total)



Fuentes: Encuesta sobre reformas estructurales del BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Datos basados en las respuestas a la pregunta: «¿Cómo valora las necesidades de reforma estructural relacionadas con el entorno empresarial en los países de la zona del euro en su sector?». Los porcentajes negativos se refieren a las respuestas en las que un factor se considera «No importante».

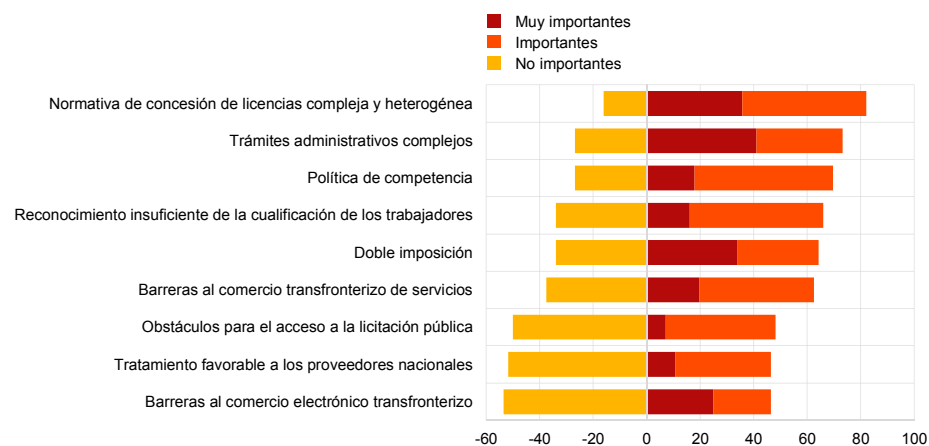
**Asimismo, se destacaron las necesidades de reforma relacionadas con la culminación del mercado único (véase gráfico E).** En torno al 80 % de los encuestados consideró necesario acometer reformas adicionales para abordar la complejidad y heterogeneidad de la normativa de concesión de licencias en los distintos países de la zona del euro y un 75 % indicó que seguían siendo precisas más reformas para reducir los trámites administrativos que impiden a las empresas operar en otros países de la zona. Las empresas señalaron que, incluso en la actualidad, hacer negocios con otros países dentro del mercado único es bastante complejo.

<sup>31</sup> Las empresas señalaron que la mejora de la infraestructura de transporte ayudaría a reducir costes de la cadena de producción, impulsaría la inversión y el empleo y aumentaría los volúmenes de negocio.

## Gráfico E

### Necesidades de reforma relacionadas con la culminación del mercado único

(porcentaje de encuestados; respuestas clasificadas según la calificación total)



Fuentes: Encuesta sobre reformas estructurales del BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Datos basados en las respuestas a la pregunta: «En su opinión, ¿cuáles de las siguientes necesidades de reforma relacionadas con la culminación del mercado único europeo dificultan la actividad transfronteriza en la zona del euro en su sector?». Los porcentajes negativos se refieren a las respuestas en las que un factor se considera «No importante».

### También se puso de relieve la falta de armonización de las políticas tributarias.

Varias empresas sugirieron la necesidad de armonizar las políticas tributarias en todos los países de la UE en relación con el impuesto sobre sociedades, los impuestos locales y las cotizaciones sociales. Asimismo, se propuso un «enfoque europeo» más uniforme en relación con los precios de transferencia que sea aceptable para todas las autoridades fiscales europeas.

**Los resultados de la encuesta sobre reformas estructurales del BCE de 2017 muestran un acuerdo considerable sobre la necesidad de acometer nuevas reformas en los mercados de trabajo nacionales, ponen de manifiesto algunas áreas importantes en las que se pueden realizar reformas adicionales para mejorar el entorno empresarial nacional y también revelan en qué ámbitos consideran las empresas que sigue siendo necesario realizar un esfuerzo mayor en apoyo del proceso de armonización en toda la UE.** Desde una perspectiva de política económica, los resultados de la encuesta —incluidos los relativos a los principales obstáculos a la aplicación de reformas— parecen subrayar la necesidad de una mayor coordinación y supervisión nacional y supranacional de los procesos de reforma. Dado que existe un margen considerable para que las reformas estructurales impulsen el potencial de crecimiento económico de la zona del euro, es necesario prestar mayor atención a la implementación de reformas adicionales.

## 6 El papel de los efectos de comparación en la senda prevista de la inflación medida por el IAPC

**Los efectos de comparación (o efectos base) tendrán un impacto considerable en la senda prevista de la inflación medida por el IAPC general en los próximos trimestres.** De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017, la inflación general seguiría una trayectoria en forma de «V» en los próximos trimestres y registraría un mínimo del 0,9 % en el primer trimestre de 2018<sup>32</sup>. Este perfil refleja esencialmente el impacto de los efectos de comparación sobre las tasas de variación interanual de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, que son los componentes más volátiles del IAPC.

**Las fuertes fluctuaciones de la tasa de variación interanual de los precios del petróleo se reflejarán en la inflación de la energía dentro de un año, suponiendo que se mantenga la senda actual de los precios de los futuros sobre el petróleo.** Los precios del crudo aumentaron entre principios de 2016 y febrero de 2017, pero posteriormente descendieron hasta junio de 2017. Esta evolución conllevó significativos incrementos de la tasa de avance interanual de los precios del petróleo, seguidos de notables caídas, y ambos movimientos también tuvieron su reflejo en la dinámica del componente energético del IAPC (véase gráfico A). De cara al futuro y partiendo del supuesto de que los precios del crudo seguirán la senda estable y moderadamente ascendente que sugieren los precios de los futuros, los ritmos de variación interanual de los precios del petróleo y de la energía reflejarán, principalmente, las anteriores oscilaciones de los precios del petróleo. Así pues, el patrón de la tasa de avance interanual de los precios del petróleo (y, en consecuencia, de la energía) estará determinado por efectos de comparación, es decir, variaciones intermensuales «atípicas» del índice registradas doce meses antes.

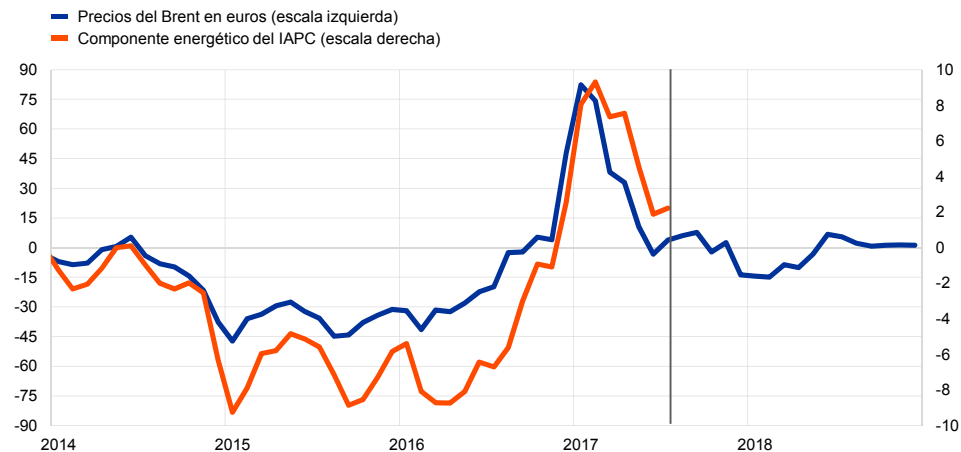
---

<sup>32</sup> Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 7 de septiembre de 2017.

## Gráfico A

### Precios del petróleo y de la energía

(tasas de variación interanual)



Fuente: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: La línea vertical separa las tasas de variación interanual de los precios del petróleo calculadas a partir de los precios al contado de las calculadas sobre la base de los precios de los futuros del 14 de agosto de 2017, la fecha límite de recepción de los datos de los supuestos en los que se basan las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017».

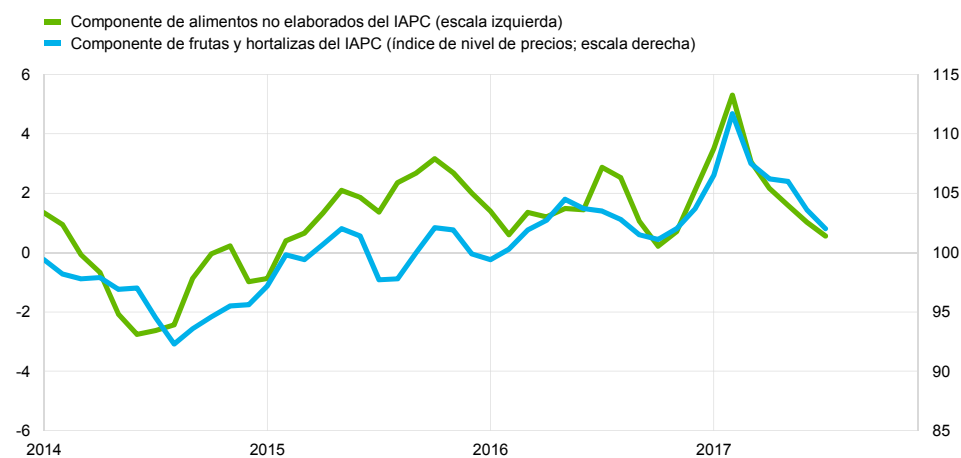
### La tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados también registró un fuerte incremento transitorio en los primeros meses de 2017.

Esta aceleración reflejó la subida que experimentaron los precios de las frutas y hortalizas a finales de 2016 y principios de 2017 debido a las condiciones meteorológicas. Estos productos representan en torno al 40 % del componente de alimentos no elaborados (véase gráfico B). Como consecuencia de las acusadas variaciones de estos precios, el perfil de la inflación de los alimentos no elaborados también se verá afectado por efectos de comparación negativos, en particular en febrero de 2018.

## Gráfico B

### Tasas de variación de los precios de los alimentos no elaborados

(tasas de variación interanual; índice: 2015 = 100)



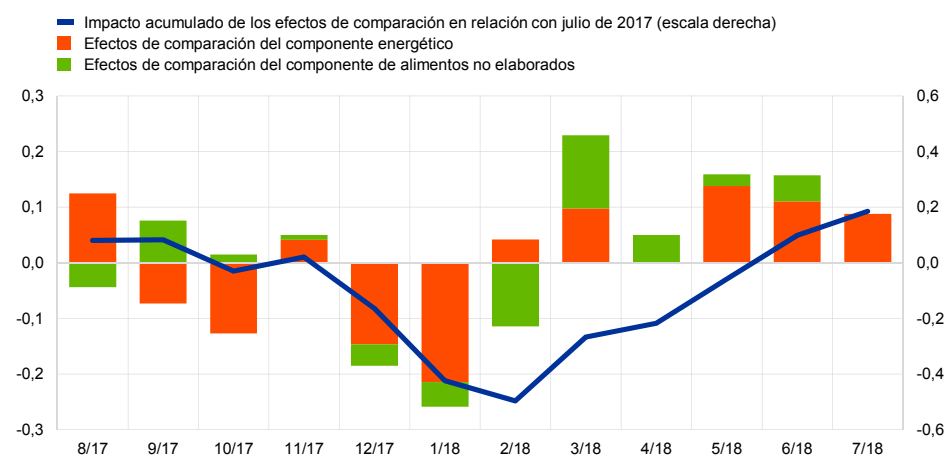
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Como consecuencia de la combinación de los efectos de comparación derivados de los componentes energético y de alimentos no elaborados del IAPC, la inflación general se reducirá en el primer trimestre de 2018, pero se elevará en el siguiente.** La cuantificación de los efectos de comparación lleva implícito un cierto grado de incertidumbre, dado que no hay un método único para calcular el impacto de una variación intermensual atípica. En análisis anteriores presentados en el Boletín del BCE, este impacto se ha calculado restando la variación intermensual observada del movimiento típico —es decir, un efecto estacional estimado y una «tendencia», cuantificada como la tasa media de variación intermensual desde mediados de los años noventa<sup>33</sup>—. El gráfico C muestra la contribución estimada de los efectos de comparación de los componentes energético y de alimentos no elaborados a la variación intermensual de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC que se registrará durante el resto de 2017 y en la primera mitad de 2018. Se estima que los efectos de comparación en el componente energético serán principalmente negativos hasta enero de 2018 y positivos a partir de entonces, mientras que, en el caso de los alimentos no elaborados, los efectos serán negativos de diciembre de 2017 a febrero de 2018 y positivos a partir de marzo de 2018. El impacto acumulado de estos efectos base en el IAPC general se muestra siempre en relación con un mes de referencia concreto. Por ejemplo, en relación con la tasa de inflación interanual de julio de 2017, el impacto negativo acumulado de estos efectos sobre la inflación medida por el IAPC general ascenderá a medio punto porcentual en febrero de 2018. Sin embargo, como los efectos de comparación serán positivos en los meses siguientes, el impacto acumulado sobre el IAPC general cambiará de signo y se situará en alrededor de 0,2 puntos porcentuales en julio de 2018 (véase gráfico C).

### Gráfico C

Contribución de los efectos de comparación de la energía y de los alimentos no elaborados a la evolución de la inflación medida por el IAPC

(contribución en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

<sup>33</sup> Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Base effects from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014.

**Aunque el perfil futuro de la inflación interanual medida por el IAPC se verá afectado por los efectos de comparación, también podría estar determinado, en buena medida, por un comportamiento inesperado de los precios.** Al valorar el impacto de los efectos de comparación sobre la posible inflación de la energía, de los alimentos no elaborados y sobre el IAPC general en los próximos meses, se debe tener en cuenta, asimismo, que las futuras tasas de inflación interanual también dependerán, evidentemente, de las variaciones intermensuales observadas en los precios de la energía y de los alimentos no elaborados durante el período intermedio.

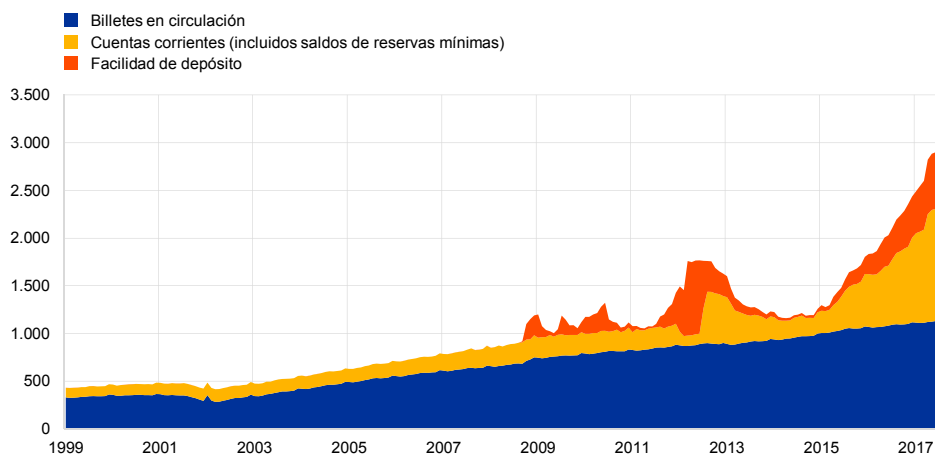
## La base monetaria, el agregado monetario amplio y el APP

**La significativa expansión de la base monetaria inducida por el programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) ha atraído una atención pública creciente.** En este recuadro se describe la evolución reciente de la base monetaria<sup>34</sup> y se analiza hasta qué punto ha repercutido en el agregado monetario amplio<sup>35</sup>.

**En el período anterior a la crisis, la evolución de la base monetaria reflejó en gran medida las variaciones del efectivo en circulación y de las reservas obligatorias en el banco central (véase gráfico A).** En los períodos en los que los mercados interbancarios funcionan con normalidad, el Eurosistema proporciona las reservas en euros que necesita el sistema bancario en su conjunto, que después se intercambian entre las entidades de crédito y, por tanto, se redistribuyen dentro del sistema bancario según se requiera. De este modo, el Eurosistema satisface de manera eficaz la demanda agregada de reservas en el banco central con niveles muy limitados de exceso de reservas. Por consiguiente, en el período previo a la crisis, la evolución de la base monetaria de la zona del euro fue principalmente un reflejo de los cambios en el efectivo en circulación y en las reservas obligatorias.

### Gráfico A Base monetaria

(saldos en mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde a agosto de 2017.

<sup>34</sup> La base monetaria está constituida por los billetes en circulación, los depósitos que las entidades de crédito están obligadas a mantener en sus cuentas corrientes en el Eurosistema para cubrir las exigencias de reservas mínimas (reservas obligatorias en el banco central) y los depósitos de elevada liquidez que las entidades de crédito mantienen en el Eurosistema por encima del nivel de reservas obligatorias (exceso de reservas en el banco central y recurso a la facilidad de depósito).

<sup>35</sup> El agregado monetario amplio (M3) está formado por pasivos muy líquidos de las IFM de la zona del euro mantenidos por el sector tenedor de dinero (esto es, entidades distintas de IFM residentes en la zona del euro, excepto la Administración Central): efectivo en circulación, depósitos a la vista, depósitos a plazo hasta dos años, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores representativos de deuda hasta dos años de las IFM. Desde la perspectiva del análisis monetario, el agregado monetario amplio es importante porque está asociado a los recursos totales disponibles en la economía para la adquisición de bienes, servicios y activos no monetarios, así como para gastos de inversión.

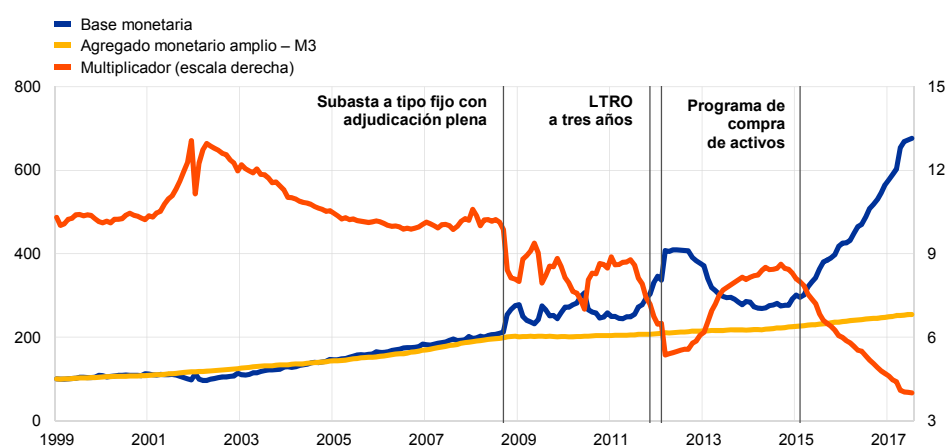
### Con anterioridad a la crisis financiera, la evolución de la base monetaria y la del agregado monetario amplio siguieron tendencias similares (véase gráfico B). El

crecimiento de la base monetaria de la zona del euro reflejaba el del agregado monetario amplio, ya que, en ese período, la provisión de reservas del banco central estuvo impulsada por la demanda, es decir, determinada por el efectivo en circulación y por la evolución de las exigencias de reservas de las entidades de crédito, que a su vez dependían de la dinámica de sus pasivos a corto plazo (depósitos y valores representativos de deuda con vida residual de hasta dos años). En consecuencia, el multiplicador monetario (la ratio entre el agregado monetario amplio y la base monetaria) era bastante estable.

### Gráfico B

#### La base monetaria y el multiplicador monetario

(escala izquierda: índice: 1999 = 100; escala derecha: multiplicador monetario)



Fuente: BCE.

Notas: El multiplicador monetario es la ratio entre el agregado monetario amplio y la base monetaria. La última observación corresponde a julio de 2017.

### Desde la crisis financiera, la base monetaria ha estado determinada de manera creciente por las operaciones de política monetaria del Eurosistema. En

consonancia con las respuestas de los principales bancos centrales a la crisis financiera, el volumen de operaciones de política monetaria realizadas por el Eurosistema aumentó de manera sustancial a partir de 2007 y en particular con posterioridad a septiembre de 2008. En una situación de mal funcionamiento de los mercados monetarios y de tensiones de liquidez en los balances de las entidades de crédito, el Eurosistema suministró reservas del banco central a cada entidad de contrapartida de manera elástica a un nivel bastante por encima de la demanda agregada del sistema bancario mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Además, en 2009 se puso en marcha el primer programa de compras en firme de bonos garantizados (CBPP1, en sus siglas en inglés). El consiguiente aumento del exceso de liquidez del banco central quedó reflejado en una expansión significativa de la base monetaria (véase gráfico A). El volumen de operaciones de política monetaria se incrementó de nuevo de forma pronunciada en el segundo semestre de 2011, principalmente como consecuencia de las dos operaciones especiales de financiación a plazo más largo (VLTRO, en sus siglas en inglés) con vencimiento a tres años realizadas en diciembre de 2011 y febrero de



2012 y, en menor medida, de las adquisiciones en firme de valores en el marco del CBPP2. Como consecuencia de estas operaciones, el exceso de reservas y, por tanto, la base monetaria volvieron a aumentar considerablemente.

**Desde la introducción de medidas no convencionales, el agregado monetario amplio ha dejado de reflejar la evolución de la base monetaria.** Desde 2008, las tendencias observadas en la base monetaria y en el agregado monetario amplio se han desligado, ya que la expansión de la base monetaria resultante de las medidas no convencionales no ha respaldado una tendencia al alza similar en las tenencias de efectivo fuera del sector bancario. En un contexto de considerable fragmentación financiera, incertidumbre económica y debilidad de la demanda de crédito, no fue sorprendente que el aumento de las tenencias de reservas en el banco central por parte de las entidades de crédito, con frecuencia mantenidas como un seguro de liquidez, no se tradujera mecánicamente en un incremento de la oferta de crédito al sector privado no financiero y, por consiguiente, del agregado monetario amplio, que permaneció en niveles moderados<sup>36</sup>. Al mismo tiempo, la expansión de la base monetaria fue fundamental para evitar ventas forzosas y restricciones de crédito con consecuencias potencialmente graves para la economía real. Como resultado de este frágil vínculo entre la base monetaria y el agregado monetario amplio, el multiplicador monetario se situó en una senda descendente desde el comienzo de la crisis financiera hasta el final de 2012.

**En 2013, la preferencia de las entidades de crédito por la liquidez en el banco central disminuyó y la base monetaria retornó a los niveles implícitos en la tendencia anterior a la crisis.** La menor fragmentación financiera y la mejora de las condiciones de financiación en los mercados financieros de la zona del euro a partir de mediados de 2012 redujeron el incentivo de mantener niveles elevados de liquidez. Por ello, en 2013, las entidades utilizaron la opción ofrecida por el BCE de realizar voluntariamente un reembolso anticipado de los fondos obtenidos en las VLTRO, con lo que la base monetaria volvió a aproximarse a los niveles implícitos en la extrapolación de la tendencia anterior a la crisis. La reducción de la base monetaria, combinada con un agregado monetario amplio que no decreció —respaldado por una cierta recuperación de los activos monetarios—, supuso un aumento del multiplicador monetario.

**El APP ampliado marcó el comienzo de una nueva fase de aumento del volumen de la base monetaria inducido por el lado de la oferta.** El anuncio del APP representó un cambio de régimen en claro contraste con la práctica anterior que consistía en que las entidades de crédito indicaban su demanda de liquidez en el banco central, que se satisfacía de manera elástica. En el APP, el Eurosistema proporciona reservas en el banco central al adquirir activos. Debido a que los

<sup>36</sup> En última instancia, los saldos totales del agregado monetario amplio en la economía están determinados por muchos otros factores, entre los que se encuentran la actividad económica y el crédito bancario, la preferencia de las entidades de crédito por financiarse a través de depósitos minoristas o de la emisión de valores representativos de deuda, y el porcentaje de valores realmente vendidos por entidades residentes o el sector no residente. Además, el crecimiento del crédito bancario depende de una serie de factores que determinan la demanda de crédito y de otros factores vinculados a la oferta de crédito. Los factores de demanda incluyen la deuda acumulada, los costes de endeudamiento y las perspectivas de ingresos, mientras que los relacionados con la oferta de crédito son la rentabilidad del crédito ajustada al riesgo, el nivel de capital del banco, su actitud ante el riesgo, el coste de financiación y el riesgo de liquidez.

bancos suelen ser las únicas entidades, aparte de la Administración Central, que tienen cuentas de depósito en el banco central, las compras siempre se liquidan a ellos, con independencia de quien sea el vendedor final. Por lo tanto, las adquisiciones efectuadas en el marco del APP se plasmaron en un incremento mecánico y directo de la base monetaria.

**El APP ha sido un importante factor impulsor de la sólida evolución del agregado monetario amplio desde 2015, y los efectos indirectos han desempeñado un destacado papel**<sup>37</sup>. Hasta ahora, los no residentes y las entidades de crédito han sido los principales vendedores de deuda pública en el contexto del programa de compras de valores públicos (el programa de adquisiciones más extenso del APP), al tiempo que las ventas efectuadas por el sector tenedor de dinero de la zona del euro han sido moderadas, por lo que el impacto directo del APP en el agregado monetario amplio se ha contenido<sup>38</sup>. Gran parte de los efectos del APP en este agregado han sido efectos indirectos. En primer lugar, estos efectos indirectos surgen de la recomposición de carteras que el programa pretende conseguir. Además, las entidades de crédito han aumentado los préstamos concedidos a las empresas y los hogares de la zona del euro, lo que implica un incremento de los depósitos del sector tenedor de dinero de la zona del euro. Algunas entidades han utilizado también el incremento de liquidez disponible para hacer frente al pago de sus pasivos más caros. Otros efectos indirectos del APP en el agregado monetario amplio se han materializado a través de un amplio conjunto de canales mediante los que el APP ha influido en los mercados financieros y en la actividad económica. De hecho, el APP se ha traducido en una flexibilización generalizada de las condiciones de financiación y en efectos riqueza positivos, prestando un apoyo esencial a la recuperación del crédito y al crecimiento económico. El multiplicador monetario lleva disminuyendo desde el comienzo del APP, reflejando de manera mecánica el impacto del programa, proporcionalmente más favorable en la base monetaria que en el agregado monetario amplio. Aunque en el primer caso existe una relación directa con las compras, el segundo se ve afectado principalmente por efectos indirectos complejos, como se ha indicado anteriormente.

---

<sup>37</sup> El reciente aumento del agregado monetario amplio también se ha beneficiado de las otras medidas de política monetaria no convencionales del BCE, como los tipos de interés negativos, que han contribuido a reducir hasta mínimos históricos el coste de oportunidad de mantener instrumentos monetarios, y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), que constituyeron una alternativa adecuada a la financiación de mercado a largo plazo. Las TLTRO también han contribuido a la evolución reciente del agregado monetario amplio proporcionando un incentivo para aumentar los préstamos concedidos a empresas y hogares.

<sup>38</sup> Los efectos directos del APP en el agregado monetario amplio únicamente se producen cuando se realizan compras desde el sector tenedor de dinero de la zona del euro. Para más detalles, véase el artículo titulado «La transmisión de las recientes medidas de política monetaria no convencionales del BCE», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015. Para más información sobre las compras por sectores en el marco del PSPP, véase el recuadro titulado «¿Qué sectores han vendido los valores públicos adquiridos por el Eurosistema?», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2017.

# Artículo

## 1 Modelización de la calidad de los billetes en euros

Los bancos centrales son los responsables de garantizar la calidad de los billetes. En 2016, los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro comprobaron la calidad y la autenticidad de 32.300 millones de billetes en euros en sus máquinas selectoras de alta velocidad, y los profesionales del efectivo<sup>39</sup> procesaron un número similar. Estos profesionales entregan billetes de buena calidad a sus clientes y retornan los de mala calidad (no aptos para la circulación), así como los excedentes de billetes, a los BCN, que destruyen todos aquellos no aptos tras una última comprobación de la autenticidad. En 2016, los BCN reemplazaron 5.400 millones de billetes no aptos (en torno al 27 % de los billetes en circulación) por otros nuevos. El uso y la calidad de los billetes en circulación varían en función del país. Por lo tanto, el BCE ha desarrollado un modelo de simulación informatizado con el fin de comprender mejor las diferencias en los ciclos del efectivo de la zona del euro. El modelo utiliza un enfoque teórico, basado en cifras clave, para simular un ciclo del efectivo. En las simulaciones se identifican los tres factores principales que determinan la calidad de los billetes y los costes del ciclo del efectivo: la resistencia de los billetes a la suciedad y al deterioro, la frecuencia de retorno de los billetes a los BCN y el umbral establecido por los BCN para los sensores en la clasificación por estado de uso.

### 1 Introducción

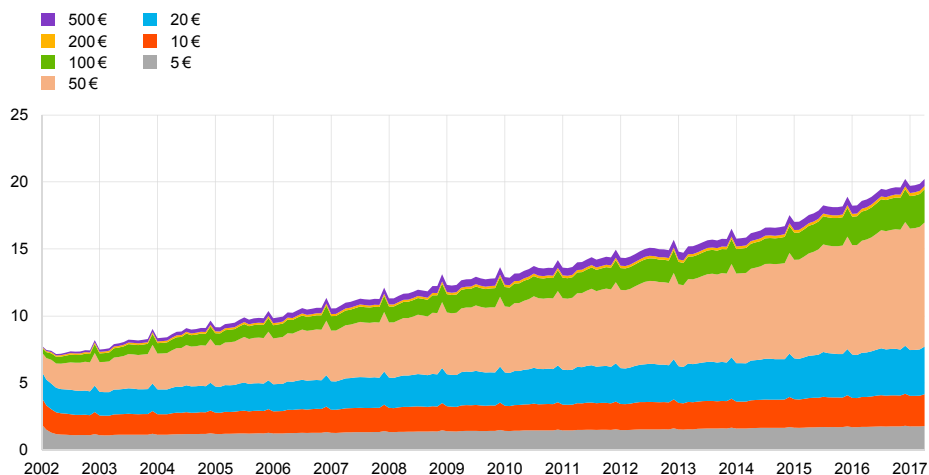
**A finales de diciembre de 2016 circulaban 20.200 millones de billetes en euros por un importe nominal de 1,12 billones de euros.** En comparación con finales de 2015, se registró un aumento del 7 % en términos de volumen y del 3,9 % en términos de importe. Estas cifras están en consonancia con el incremento interanual medio de los últimos cinco años, que fue del 7,8 % en el número de billetes y del 6,1 % en el importe (véase gráfico 1). Los billetes en euros en circulación aumentan cuando los BCN emiten billetes y disminuyen cuando los profesionales del efectivo retornan billetes, generalmente de mala calidad o excedentes.

<sup>39</sup> Los profesionales del efectivo son las entidades y agentes económicos a los que se hace referencia en el artículo 6, apartado 1, del Reglamento (CE) n.º 1338/2001, por el que se definen las medidas necesarias para la protección del euro contra la falsificación («Las entidades de crédito y, dentro del límite de sus actividades de pago, los demás proveedores de servicios de pago, así como cualesquiera otros agentes económicos que participen en el tratamiento y entrega al público de billetes y monedas [...]»). En este artículo, todas las partes distintas de los BCN que tratan billetes para volver a ponerlos en circulación se denominan, en conjunto, «profesionales del efectivo».

## Gráfico 1

### Volumen acumulado de los billetes en euros en circulación

(eje de ordenadas: número de billetes en euros en miles de millones)



Fuente: Sistema de Información sobre la Moneda 2.

Nota: Las cifras correspondientes a las denominaciones de 5 a 50 euros son la suma de los billetes de la primera serie y de la serie Europa.

### **El Eurosistema tiene el deber de garantizar la confianza del público en los billetes en euros manteniendo la calidad de los que están en circulación.**

Es probable que los billetes de mala calidad sean rechazados por las máquinas expendedoras, y también dificultan la detección de billetes falsos por parte del público y los comerciantes. El mantenimiento de la calidad depende fundamentalmente de dos factores. El primero es facilitar billetes duraderos: la vida útil de los billetes de 5 y 10 euros de la serie Europa se ha ampliado gracias a la aplicación de una capa protectora de barniz. El segundo es la participación de los BCN en el ciclo del efectivo, reemplazando los billetes sucios y deteriorados que se detectan cuando son tratados por las máquinas selectoras. No obstante, la calidad de los billetes en circulación también depende de otros factores. Por ejemplo, si pocos cajeros automáticos dispensan billetes de 5 euros, estos permanecerán más tiempo en circulación para compensar su limitada disponibilidad como cambio. Los comerciantes se quedarán con ellos para utilizarlos en lugar de retornarlos al BCN, que, por consiguiente, no puede retirar de la circulación los billetes con suciedad y/o deteriorados.

**Desde 2011, los profesionales del efectivo pueden entregar (volver a poner en circulación) billetes usados, siempre que se cumplan las normas establecidas en la Decisión BCE/2010/14 del Banco Central Europeo, sobre la comprobación de la autenticidad y aptitud de los billetes en euros y sobre su recirculación (el «Marco para la Recirculación»)<sup>40</sup>.** Más concretamente, todos los billetes en euros que se vuelven a poner en circulación deben haber sido procesados por las máquinas selectoras que el Eurosistema ha sometido a prueba y que figuran en una lista en el sitio web del BCE. Asimismo, los profesionales del efectivo están obligados a informar cada seis meses sobre el número y el tipo de máquinas que

<sup>40</sup> En algunos países de la zona del euro la recirculación de los billetes no estaba permitida anteriormente, y en otros se llevaba a cabo con arreglo a acuerdos bilaterales entre los profesionales del efectivo y el BCN.

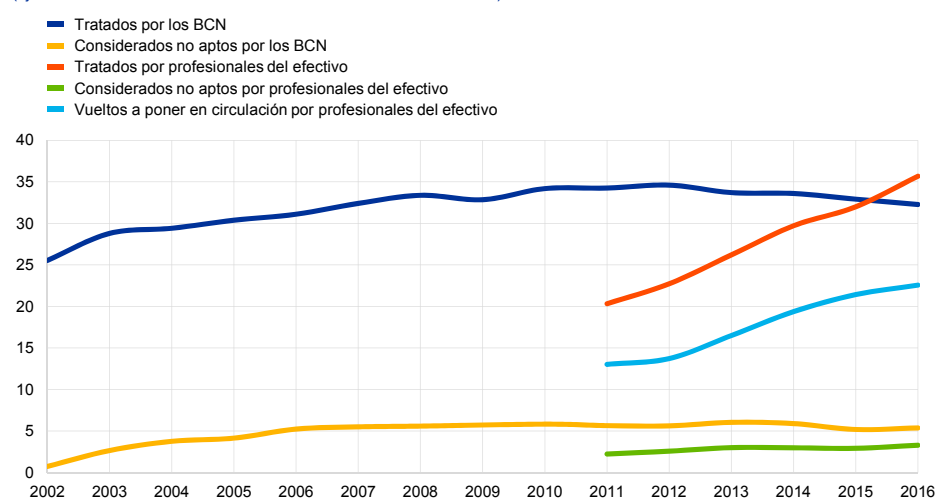
utilizan, así como sobre la cantidad de billetes tratados, vueltos a poner en la circulación y clasificados como no aptos. Estos profesionales han adoptado de forma rápida el Marco para la Recirculación. Desde que empezó a presentarse información sobre las máquinas utilizadas con arreglo a ese marco, el número de ellas en servicio que cumplen los requisitos para el tratamiento de billetes prácticamente se ha duplicado (de unas 78.000 en 2012<sup>41</sup> a más de 147.000 al final de 2016). La recirculación de los billetes aptos en lugar de su retorno a un BCN permite a los profesionales del efectivo un considerable ahorro de costes de transporte y de manejo de efectivo.

**El número de billetes tratados por los profesionales del efectivo en 2016 (35.700 millones) superó por primera vez el de billetes seleccionados por los BCN (32.300 millones), lo que indica que, en la zona del euro, la participación operativa de los BCN en el ciclo del efectivo ha disminuido en favor de la de los profesionales del efectivo (véase gráfico 2).** Del número total de billetes tratados por estos últimos, en torno a dos tercios (22.600 millones) fueron considerados aptos y volvieron a la circulación, y el resto se ingresó en los BCN. Solo 2.300 millones de los billetes que retornaron a los BCN se consideraron no aptos para la circulación y no cumplían las normas de calidad mínimas estipuladas en el Marco para la Recirculación; el resto correspondía a un excedente de billetes aptos.

### Gráfico 2

Volumen de billetes tratados/vueltos a poner en circulación por los BCN y por los profesionales del efectivo

(eje de ordenadas: número de billetes en euros en miles de millones)



Fuente: Sistema de Información sobre la Moneda 2.

**En cuanto a la calidad de los billetes en euros en circulación en los distintos países de la zona del euro, intuitivamente se supone que la destrucción de más billetes de mala calidad —y su sustitución por billetes nuevos— debería traducirse en una mejora de la calidad.** Sin embargo, esto no es evidente cuando la calidad de los billetes en circulación en los países se compara con la tasa de

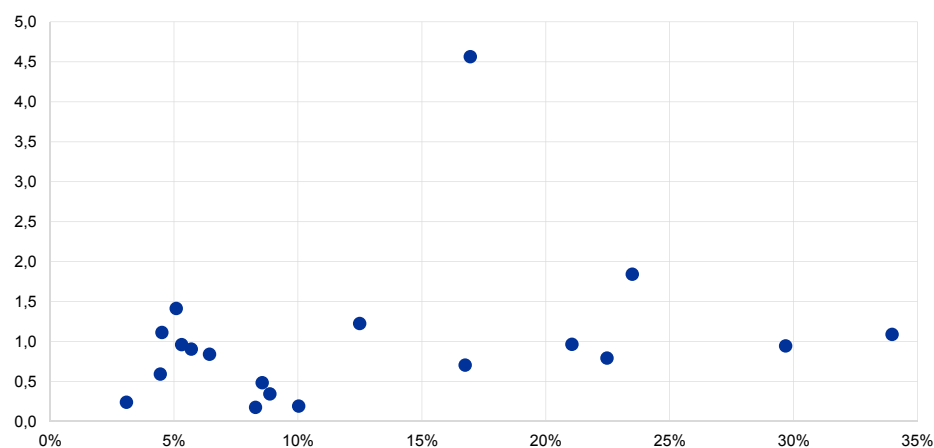
<sup>41</sup> El Marco para la Recirculación entró en vigor el 1 de enero de 2011 con un período transitorio de un año para la presentación de información estadística.

destrucción de billetes per cápita (véase gráfico 3). El gráfico muestra una imagen heterogénea, ya que la mayoría de los países tienen una tasa de destrucción baja de alrededor de un billete por persona al año, pero con casos atípicos significativos. Algunos países tienen billetes en circulación de peor calidad pese a que su tasa de destrucción es elevada, mientras que, en otros, la calidad de los billetes en circulación es muy buena aunque destruyen menos de la mitad que la media de la zona del euro. Estos datos indican que las diferencias en los ciclos del efectivo nacionales desempeñan un importante papel. Estas influencias nacionales concretas aún no se comprenden suficientemente.

### Gráfico 3

#### Calidad de los billetes de 5 euros en circulación en comparación con la destrucción de billetes en los países de la zona del euro

(eje de abscisas: billetes considerados no aptos en porcentaje de los billetes en circulación; eje de ordenadas: destrucción de billetes per cápita entre mayo de 2014 y abril de 2015)



Fuentes: Análisis de 2015 sobre la calidad de los billetes del Eurosistema, Sistema de Información sobre la Moneda 2, cifras de población de Eurostat (en los países más pequeños se ha introducido una corrección para el turismo y la migración utilizando fuentes nacionales de datos estadísticos).

Notas: Un punto por país de la zona del euro. Porcentaje de billetes considerados no aptos de una muestra representativa de los billetes en circulación en un país frente a los billetes de 5 euros de la serie Europa destruidos por habitante al año. Véase en la sección 2.4 una explicación de cómo se ha seleccionado la muestra representativa de los billetes en circulación en cada país. El muestreo para el análisis de 2015 sobre la calidad de los billetes se realizó en el período comprendido entre marzo y mayo de 2015. La destrucción de billetes es el total correspondiente al período comprendido entre mayo de 2014 y abril de 2015.

#### El BCE ha desarrollado un modelo de simulación informatizado que incluye los principales parámetros que se sabe que afectan a un ciclo del efectivo y que pueden aplicarse a escala nacional y a nivel agregado de la zona del euro.

El modelo se ha diseñado con el fin de comprender mejor los ciclos del efectivo de los distintos países de la zona del euro, así como los factores que influyen en el uso y en la calidad de los billetes<sup>42</sup>. En la sección 2 del artículo se analiza a los principales participantes en el ciclo del efectivo y los principales parámetros que influyen en la calidad de los billetes. En la sección 3 se describe el modelo y en la sección 4 se muestran los resultados obtenidos al aplicar el modelo a dos ciclos del efectivo nacionales teóricos.

<sup>42</sup> El modelo podrá descargarse del sitio web del BCE y también se podrá aplicar a ciclos del efectivo de países no pertenecientes a la zona del euro. La simulación de ciclos del efectivo locales también es relevante para otros países (más grandes) en caso de que regiones diferentes presenten una imagen heterogénea similar.

## 5 Conclusiones

**La aplicación del modelo informatizado de circulación del BCE a dos ciclos del efectivo teóricos ha permitido identificar importantes parámetros que determinan la calidad de los billetes y los costes totales del ciclo del efectivo.**

El modelo mostró que la calidad de los billetes en circulación aumenta cuando: 1) los billetes retornan con más frecuencia al banco central; 2) el banco central establece criterios de selección por estado de uso más rigurosos, y 3) los billetes presentan mayor resistencia a la suciedad y al deterioro. Los dos primeros factores implican costes adicionales, pero el primero incide en el transporte y el tratamiento de los billetes, mientras que el segundo aumenta los costes de sustitución de los billetes. En cada ciclo del efectivo debe alcanzarse un equilibrio entre la frecuencia ideal de retorno y la rigurosidad de los criterios que aplica el BCN en la selección de billetes. La mejora de la resistencia de los billetes a la suciedad aumenta la calidad de los billetes en circulación y reduce los costes anuales de sustitución. El ahorro puede ser mayor si el banco central aplica una política de selección de billetes menos estricta, de modo que se renuncia a una mejora de la calidad para lograr ahorros adicionales en el número de billetes reemplazados.

**El modelo también cuantificó el impacto de otros factores.** Aumentar la precisión en los BCN de los sensores de verificación de estado de uso de los billetes se traduce principalmente en ahorros en los ciclos del efectivo con una mayor participación directa de los BCN en la selección de los billetes de la circulación. Los cambios de las variaciones de las diferentes producciones de billetes nuevos o la rigurosidad de los criterios de selección de billetes establecidos por los profesionales del efectivo desempeñan un papel sustancial, pero comparativamente menor, en la calidad y en los costes del ciclo del efectivo. Se demostró que los supuestos del modelo relativos al deterioro de los billetes con su uso en el tiempo tienen un efecto incluso menor en la calidad de los billetes.

**Los estudios han demostrado que la calidad de los billetes en un ciclo del efectivo también se ve notablemente influida por factores fuera del control del Eurosistema, por ejemplo, el volumen de billetes en circulación y las entradas y salidas de billetes como consecuencia de la migración y del turismo.** Aunque resulta difícil obtener datos sobre esos factores, un registro coherente con información individualizada sobre las propiedades de cada billete apto para la circulación tratado por los BCN mejoraría considerablemente las cifras con respecto a las estimaciones actuales, al tiempo que garantizaría el uso anónimo de los billetes.

**Actualmente, el Eurosistema está trabajando para evaluar y mejorar los sensores de clasificación por estado de uso y los algoritmos utilizados con el fin de obtener criterios coherentes y lineales para determinar la aptitud que estén vinculados a la percepción humana.** Esto permitirá a los BCN hacer un seguimiento y ajustar mejor la calidad de los billetes en circulación, además de proporcionar datos más fiables que se podrán utilizar en modelos futuros.

[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 <sup>1)</sup> (tasas de variación entre períodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20 <sup>2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro <sup>3)</sup> (IAPC)
							Total	Excluidos alimentos y energía					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3,5	2,6	3,1	0,3	7,3	1,3	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,4	2,9	2,2	1,1	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,1	1,5	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 III TR	0,8	0,7	0,5	0,3	1,8	0,5	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
IV TR	0,9	0,4	0,7	0,4	1,7	0,6	1,5	1,7	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 I TR	0,9	0,3	0,2	0,4	1,3	0,5	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
II TR	.	0,8	0,3	1,0	1,7	0,6	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
2017 Mar	-	-	-	-	-	-	2,3	1,8	2,4	2,3	0,2	0,9	1,5
Abr	-	-	-	-	-	-	2,4	1,9	2,2	2,7	0,4	1,2	1,9
May	-	-	-	-	-	-	2,1	1,8	1,9	2,9	0,4	1,5	1,4
Jun	-	-	-	-	-	-	1,9	1,8	1,6	2,6	0,4	1,5	1,3
Jul	-	-	-	-	-	-	2,0	1,8	1,7	2,6	0,4	1,4	1,3
Ago <sup>4)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,5

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 <sup>1)</sup>				
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global <sup>2)</sup>			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global <sup>2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,3	54,1	51,5	2,7	3,8	2,0
2015	53,2	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,3	0,9	3,7	-0,9
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	0,9	1,2	0,7
2016 III TR	51,4	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,8	51,3	50,1	0,9	1,1	0,8
IV TR	53,2	54,6	55,5	52,0	53,1	53,8	53,4	53,2	50,5	1,7	-1,3	3,9
2017 I TR	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,2	51,8	2,0	1,3	2,4
II TR	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,3	51,5	0,0	1,6	-1,1
2017 Mar	53,2	53,0	54,9	52,9	52,1	56,4	53,5	53,1	51,6	2,0	1,3	2,4
Abr	53,0	53,2	56,1	52,6	51,2	56,8	52,7	53,1	51,6	-0,1	0,3	-0,4
May	53,1	53,6	54,3	53,4	51,5	56,8	52,6	53,3	51,4	0,3	1,4	-0,4
Jun	53,1	53,9	53,8	52,9	51,1	56,3	52,1	53,4	51,7	0,0	1,6	-1,1
Jul	53,1	54,6	54,1	51,8	51,9	55,7	52,5	53,3	51,6	.	.	.
Ago	.	56,0	54,0	51,9	52,4	55,7	52,6	.	52,3	.	.	.

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

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

2) Excluida la zona del euro.

## 2 Evolución financiera

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

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	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
2017 Feb	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01
Mar	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00
Abr	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,12	1,16	0,02
May	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01
Jun	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,26	-0,01
Jul	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,31	-0,01
Ago	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,16	1,31	-0,03

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 <sup>1), 2)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2017 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
Mar	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52
Abr	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	1,21	1,03	-0,75	-0,61	0,48	1,50
May	-0,73	-0,74	-0,74	-0,39	0,36	1,10	1,05	0,88	-0,76	-0,67	0,43	1,54
Jun	-0,69	-0,65	-0,59	-0,17	0,54	1,19	1,07	0,93	-0,60	-0,41	0,65	1,63
Jul	-0,71	-0,71	-0,67	-0,21	0,58	1,29	1,07	0,93	-0,70	-0,51	0,72	1,75
Ago	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	0,89	0,92	-0,75	-0,62	0,48	1,52

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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2017 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
Mar	365,7	3.427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2.366,8	19.340,2
Abr	373,9	3.491,8	753,7	271,1	683,6	319,4	178,0	598,4	459,3	260,7	349,8	893,3	2.359,3	18.736,4
May	387,1	3.601,9	765,9	281,9	707,5	318,8	186,4	616,2	477,1	272,5	363,8	935,1	2.395,3	19.726,8
Jun	383,6	3.547,8	767,8	283,0	698,8	299,9	182,4	617,2	475,2	283,6	355,4	927,3	2.434,0	20.045,6
Jul	377,8	3.483,9	745,3	270,9	685,3	289,5	187,7	606,5	465,2	273,5	339,7	891,3	2.454,1	20.044,9
Ago	375,1	3.451,3	727,5	266,5	681,4	288,8	187,3	596,2	467,4	284,4	340,3	861,1	2.456,2	19.670,2

Fuente: BCE.

## 2 Evolución financiera

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y 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 <sup>3)</sup>		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 Ago	0,08	0,51	0,52	0,83	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,86	1,95	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	0,75	6,42	16,78	5,16	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	6,39	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	6,33	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,90	1,80	1,75	2,24	1,78
2017 Ene	0,07	0,48	0,42	0,75	6,34	16,62	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,88	1,80	1,76	2,28	1,81
Feb	0,07	0,48	0,40	0,76	6,38	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85
Mar	0,06	0,48	0,40	0,74	6,39	16,69	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85
Abr	0,06	0,47	0,40	0,74	6,34	16,70	4,83	5,58	5,96	2,36	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87
May	0,06	0,47	0,39	0,83	6,33	16,70	5,08	5,78	6,22	2,44	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87
Jun	0,06	0,47	0,38	0,79	6,31	16,83	4,68	5,74	6,20	2,41	1,69	1,89	1,91	1,89	2,21	1,87
Jul <sup>(a)</sup>	0,05	0,46	0,38	0,76	6,28	16,81	4,95	5,84	6,28	2,36	1,75	1,91	1,90	1,90	2,21	1,88

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y 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 Ago	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,02	2,46	1,87	1,95	1,80	1,22	1,48	1,54	1,83
Sep	0,09	0,12	0,47	2,73	2,65	2,96	2,42	1,83	1,86	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	1,84	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
Nov	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,52	1,82
Dic	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,83	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017 Ene	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,86	1,73	1,22	1,37	1,62	1,79
Feb	0,06	0,10	0,53	2,64	2,58	2,78	2,35	1,77	1,76	1,71	1,18	1,31	1,53	1,76
Mar	0,06	0,08	0,58	2,58	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,31	1,63	1,58	1,82
Abr	0,06	0,10	0,40	2,56	2,55	2,69	2,35	1,79	1,78	1,70	1,34	1,50	1,64	1,81
May	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,37	1,76	1,73	1,71	1,20	1,47	1,63	1,76
Jun	0,05	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,26	1,43	1,55	1,76
Jul <sup>(a)</sup>	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,75	1,74	1,71	1,23	1,33	1,65	1,74

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 <sup>1)</sup>						
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Corto plazo</b>														
2014	1.322	544	132	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1.242	520	135	.	59	466	62	351	161	46	.	32	79	33
2017 Ene	1.276	536	135	.	73	469	63	420	203	49	.	39	88	41
Feb	1.303	550	141	.	79	466	66	348	168	49	.	31	72	29
Mar	1.315	547	131	.	82	480	74	389	171	52	.	43	90	33
Abr	1.302	525	136	.	91	479	72	357	155	47	.	43	75	36
May	1.301	522	138	.	93	481	68	358	173	43	.	37	84	21
Jun	1.284	508	140	.	80	484	72	341	145	50	.	33	81	33
<b>Largo plazo</b>														
2014	15.143	4.055	3.165	.	995	6.285	643	220	65	43	.	16	85	10
2015	15.250	3.784	3.288	.	1.059	6.482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15.281	3.641	3.217	.	1.140	6.643	641	210	59	48	.	17	78	8
2017 Ene	15.340	3.645	3.227	.	1.142	6.688	638	317	103	82	.	15	108	9
Feb	15.370	3.667	3.232	.	1.145	6.686	641	246	80	54	.	12	89	12
Mar	15.404	3.648	3.221	.	1.155	6.735	644	298	65	103	.	24	97	9
Abr	15.378	3.633	3.240	.	1.155	6.717	632	252	54	94	.	13	87	5
May	15.449	3.635	3.242	.	1.158	6.780	634	259	63	73	.	18	101	4
Jun	15.442	3.627	3.229	.	1.158	6.791	637	213	60	36	.	23	84	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	Administración Central	Otras Administraciones Públicas					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
<b>Saldo vivo</b>												
2014	16.464,5	4.598,5	3.296,2	.	1.053,6	6.823,2	693,0	5.958,1	591,3	782,2	4.584,6	
2015	16.518,9	4.301,6	3.434,4	.	1.120,3	6.960,1	702,4	6.745,0	586,4	907,6	5.251,0	
2016	16.523,6	4.160,2	3.352,2	.	1.199,2	7.108,5	703,4	7.029,3	538,8	1.020,0	5.470,5	
2017 Ene	16.616,6	4.181,7	3.362,4	.	1.214,7	7.156,9	700,9	7.015,4	542,5	1.018,4	5.454,5	
Feb	16.672,8	4.217,3	3.373,1	.	1.223,9	7.151,8	706,8	7.201,4	539,1	1.028,8	5.633,4	
Mar	16.718,9	4.195,5	3.352,3	.	1.237,6	7.216,0	717,4	7.509,3	610,0	1.058,8	5.840,5	
Abr	16.680,0	4.158,0	3.376,5	.	1.245,7	7.195,8	704,0	7.689,7	636,9	1.077,2	5.975,6	
May	16.749,9	4.156,2	3.379,9	.	1.250,7	7.261,0	702,1	7.781,6	631,3	1.070,8	6.079,5	
Jun	16.725,9	4.134,5	3.369,4	.	1.237,5	7.275,3	709,2	7.630,9	640,5	1.067,8	5.922,7	
<b>Tasa de crecimiento</b>												
2014	-0,8	-8,1	0,1	.	5,0	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7	
2015	0,2	-7,0	5,5	.	4,5	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6	
2016	0,2	-3,1	-1,8	.	7,2	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4	
2017 Ene	0,8	-2,1	-0,6	.	9,1	2,2	-0,2	0,6	1,5	1,1	0,4	
Feb	1,3	-1,7	1,6	.	10,0	1,6	0,8	0,7	4,1	1,3	0,3	
Mar	1,6	-1,4	2,6	.	9,7	1,7	0,8	0,8	5,8	0,9	0,3	
Abr	1,8	-2,0	3,8	.	8,7	2,2	0,2	0,8	5,8	1,1	0,3	
May	1,9	-1,9	4,1	.	8,6	2,2	0,1	0,8	5,8	1,2	0,3	
Jun	1,9	-2,1	5,6	.	8,5	1,7	0,4	0,7	4,8	1,2	0,3	

Fuente: BCE.

## 2 Evolución financiera

### 2.8 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup>

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM real <sup>2)</sup>	CLUT real	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2014	101,4	97,2	96,4	90,6	96,4	98,5	114,3	95,4
2015	91,7	87,6	88,6	82,3	80,9	88,0	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,8	84,5	79,9	89,1	109,7	89,3
2016 III TR	94,8	90,0	91,3	84,9	79,9	89,3	110,0	89,5
IV TR	94,5	89,6	90,5	84,3	79,7	88,9	109,4	88,9
2017 I TR	93,8	89,0	89,6	82,9	79,0	88,0	108,6	88,1
II TR	95,3	90,3	91,0	.	.	.	110,2	89,1
2017 Mar	94,0	89,2	89,8	-	-	-	108,6	88,0
Abr	93,7	89,0	89,6	-	-	-	108,3	87,7
May	95,6	90,5	91,4	-	-	-	110,5	89,3
Jun	96,3	91,3	91,9	-	-	-	111,5	90,1
Jul	97,6	92,4	93,0	-	-	-	113,4	91,6
Ago	99,0	93,8	94,2	-	-	-	115,1	93,0
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2017 Ago	1,5	1,5	1,3	-	-	-	1,5	1,5
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2017 Ago	4,4	4,2	3,1	-	-	-	4,6	3,8

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	Eslovi 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 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
2017 I TR	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
II TR	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	4,5532	9,692	1,084	1,102
2017 Mar	7,369	7,423	27,021	7,436	309,714	120,676	4,287	0,866	4,5476	9,528	1,071	1,068
Abr	7,389	7,450	26,823	7,438	311,566	118,294	4,237	0,848	4,5291	9,594	1,073	1,072
May	7,613	7,432	26,572	7,440	309,768	124,093	4,200	0,856	4,5539	9,710	1,090	1,106
Jun	7,646	7,410	26,264	7,438	308,285	124,585	4,211	0,877	4,5721	9,754	1,087	1,123
Jul	7,796	7,412	26,079	7,437	306,715	129,482	4,236	0,886	4,5689	9,589	1,106	1,151
Ago	7,876	7,405	26,101	7,438	304,366	129,703	4,267	0,911	4,5789	9,548	1,140	1,181
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2017 Ago	1,0	-0,1	0,1	0,0	-0,8	0,2	0,7	2,8	0,2	-0,4	3,1	2,6
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2017 Ago	5,7	-1,1	-3,4	0,0	-1,9	14,3	-0,8	6,5	2,7	0,6	4,7	5,3

Fuente: BCE.

## 2 Evolución financiera

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

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

	Total <sup>1)</sup>			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
<i>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</i>												
2016 II TR	22.882,6	23.691,0	-808,5	9.940,6	8.276,0	7.430,2	9.989,1	-65,1	4.855,0	5.425,9	721,8	13.618,7
III TR	23.116,4	23.859,3	-743,0	9.911,5	8.142,6	7.690,0	10.166,4	-62,1	4.849,9	5.550,4	727,0	13.617,3
IV TR	23.598,0	24.253,6	-655,5	10.246,5	8.382,5	7.883,9	10.324,0	-53,8	4.813,8	5.547,1	707,7	13.616,0
2017 I TR	24.733,9	25.094,7	-360,8	10.613,8	8.559,8	8.223,2	10.601,2	-51,3	5.221,6	5.933,7	726,6	13.959,6
<i>Saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2017 I TR	228,6	231,9	-3,3	98,1	79,1	76,0	98,0	-0,5	48,3	54,8	6,7	129,0
<i>Transacciones</i>												
2016 III TR	218,8	87,7	131,0	55,8	-79,4	127,5	14,8	23,9	3,8	152,4	7,7	-
IV TR	95,4	11,7	83,7	120,1	102,9	14,6	-78,2	15,2	-59,1	-13,0	4,6	-
2017 I TR	566,7	513,6	53,1	147,2	110,5	167,7	91,2	15,5	238,8	311,9	-2,5	-
II TR	184,8	66,8	118,0	11,2	27,6	196,5	122,8	-4,4	-16,8	-83,6	-1,7	-
2017 Ene	350,2	362,6	-12,5	52,5	64,8	43,0	31,4	2,2	257,6	266,4	-5,1	-
Feb	219,7	197,7	22,0	85,4	53,0	82,5	26,9	8,1	41,7	117,8	2,0	-
Mar	-3,2	-46,7	43,5	9,3	-7,3	42,2	32,9	5,2	-60,5	-72,3	0,6	-
Abr	150,2	135,3	14,9	28,0	7,7	44,0	-5,8	1,0	81,7	133,3	-4,5	-
May	97,8	89,3	8,5	22,9	15,2	79,1	94,5	3,1	-8,7	-20,4	1,4	-
Jun	-63,1	-157,7	94,6	-39,7	4,7	73,4	34,0	-8,5	-89,8	-196,5	1,4	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2017 Jun	1.065,7	679,8	385,9	334,3	161,6	506,3	150,5	50,2	166,8	367,8	8,1	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2017 Jun	9,8	6,3	3,6	3,1	1,5	4,7	1,4	0,5	1,5	3,4	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 <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>	
	Total construcción				Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>												
2014	10.153,7	9.781,8	5.633,1	2.128,2	1.993,7	1.003,8	600,7	384,2	26,7	371,9	4.539,6	4.167,8
2015	10.498,2	10.009,4	5.745,1	2.167,6	2.070,3	1.016,3	635,9	413,0	26,4	488,8	4.856,5	4.367,7
2016	10.772,9	10.287,6	5.882,4	2.217,8	2.179,6	1.051,3	669,1	454,2	7,7	485,4	4.944,1	4.458,7
2016 III TR	2.695,7	2.577,0	1.471,7	555,6	546,7	262,8	167,1	115,6	2,9	118,8	1.235,7	1.117,0
IV TR	2.722,1	2.609,4	1.487,3	558,8	556,1	267,1	169,8	118,0	7,2	112,6	1.266,9	1.154,3
2017 I TR	2.740,2	2.623,9	1.501,2	561,8	556,4	271,8	170,0	113,4	4,5	116,2	1.299,8	1.183,6
II TR	2.768,0	2.643,1	1.511,6	565,2	562,8	275,5	171,1	114,9	3,5	124,9	1.309,5	1.184,6
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2016	100,0	95,5	54,6	20,6	20,2	9,8	6,2	4,2	0,1	4,5	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2016 III TR	0,5	0,5	0,3	0,2	0,1	0,5	-0,3	-0,2	-	-	0,4	0,5
IV TR	0,6	0,8	0,6	0,4	1,3	1,6	1,3	0,6	-	-	1,5	2,0
2017 I TR	0,5	0,1	0,4	0,2	-0,3	1,6	1,0	-6,2	-	-	1,3	0,4
II TR	0,6	0,5	0,5	0,5	0,9	0,8	0,9	1,1	-	-	1,1	0,9
<i>tasas de variación interanual</i>												
2014	1,3	1,3	0,8	0,7	1,7	-0,7	4,7	3,5	-	-	4,6	4,7
2015	2,0	1,9	1,7	1,3	3,1	0,7	5,1	6,4	-	-	6,6	6,8
2016	1,8	2,3	2,1	1,7	4,4	2,3	5,0	8,9	-	-	3,2	4,6
2016 III TR	1,7	2,3	1,9	1,6	4,6	2,5	4,8	9,4	-	-	3,0	4,3
IV TR	1,9	2,4	2,0	1,6	4,4	2,4	2,6	12,1	-	-	3,6	4,7
2017 I TR	2,0	1,9	1,6	1,0	3,8	3,3	3,2	6,0	-	-	4,5	4,7
II TR	2,3	2,0	1,8	1,2	2,0	4,5	2,9	-4,8	-	-	4,4	3,9
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2016 III TR	0,5	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	-	-
IV TR	0,6	0,8	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,2	-	-
2017 I TR	0,5	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,4	-	-
II TR	0,6	0,5	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2014	1,3	1,2	0,5	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	-	-
2015	2,0	1,9	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,1	-0,4	-	-
2016 III TR	1,7	2,2	1,0	0,3	0,9	0,2	0,3	0,4	-0,1	-0,4	-	-
IV TR	1,9	2,3	1,1	0,3	0,9	0,2	0,2	0,5	0,0	-0,3	-	-
2017 I TR	2,0	1,8	0,9	0,2	0,8	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	-	-
II TR	2,3	1,9	1,0	0,3	0,4	0,4	0,2	-0,2	0,2	0,4	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

### 3 Actividad económica

#### 3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	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
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2014	9.119,2	150,0	1.781,2	462,2	1.718,4	417,5	459,4	1.049,8	981,1	1.777,5	322,1	1.034,5
2015	9.426,7	151,1	1.899,9	468,6	1.777,2	430,6	464,6	1.068,4	1.026,3	1.811,3	328,8	1.071,5
2016	9.665,1	149,7	1.935,5	488,3	1.829,4	448,1	453,1	1.095,3	1.070,5	1.858,2	337,0	1.107,9
2016 III TR	2.417,9	37,4	482,3	122,4	457,4	112,8	112,8	274,4	268,3	465,8	84,3	277,9
IV TR	2.440,7	38,6	489,8	123,6	462,8	113,8	111,8	276,5	270,5	468,6	84,8	281,3
2017 I TR	2.457,6	39,1	489,8	125,7	467,7	114,1	112,1	278,6	274,9	470,6	85,1	282,6
II TR	2.482,7	39,4	496,9	127,6	473,7	115,1	112,1	280,8	278,3	473,0	85,7	285,3
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2016	100,0	1,5	20,0	5,1	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,2	3,5	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2016 III TR	0,5	-0,3	0,8	0,5	0,5	2,0	-0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,7
IV TR	0,6	-0,4	1,2	0,4	0,8	0,8	-0,4	0,3	0,7	0,4	0,2	0,9
2017 I TR	0,6	1,6	-0,1	1,5	0,9	1,1	0,0	0,5	1,3	0,2	0,3	0,5
II TR	0,6	-0,9	1,1	1,0	0,7	1,0	0,1	0,3	0,8	0,2	0,3	0,8
<i>tasas de variación interanual</i>												
2014	1,4	1,4	2,7	-0,9	1,6	3,9	-1,4	0,4	2,7	0,5	0,1	1,2
2015	1,9	3,0	4,2	0,2	1,6	3,0	0,1	0,5	3,0	0,9	0,3	3,2
2016	1,7	-1,3	1,8	1,7	2,3	3,0	-0,1	0,9	2,9	1,2	1,0	2,8
2016 III TR	1,6	-1,5	1,4	2,2	2,2	3,5	0,1	0,9	2,7	1,3	1,0	2,8
IV TR	1,9	-2,7	2,5	1,8	2,6	3,8	-0,8	1,1	2,8	1,5	1,1	2,2
2017 I TR	1,9	0,3	1,6	2,6	2,6	4,5	-1,0	1,3	3,4	1,2	1,0	2,5
II TR	2,2	-0,1	3,0	3,5	2,9	5,0	-0,6	1,2	2,9	1,1	1,0	2,9
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2016 III TR	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
IV TR	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2017 I TR	0,6	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
II TR	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2014	1,4	0,0	0,5	0,0	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 III TR	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
IV TR	1,9	0,0	0,5	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017 I TR	1,9	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
II TR	2,2	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.



## 3 Actividad económica

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	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
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,1	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,0	24,3	7,1
2015	100,0	85,3	14,7	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,2	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,7	2,6	1,0	13,5	24,2	7,1
<i>tasas de variación interanual</i>													
2014	0,5	0,6	0,0	0,0	-0,4	-1,6	0,7	0,5	-0,9	0,2	2,2	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	-0,4	-1,2	0,2	0,0	1,1	1,3	-0,2	1,8	3,0	0,9	0,8
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,6	0,6	0,1	1,9	2,3	0,1	1,6	2,9	1,2	0,9
2016 II TR	1,4	1,6	-0,2	-0,8	0,6	-0,2	2,0	2,0	0,1	1,0	2,8	1,3	1,0
III TR	1,3	1,6	0,0	-0,3	0,6	0,0	1,9	2,2	0,2	1,9	2,7	1,3	0,6
IV TR	1,4	1,6	0,2	0,2	0,7	0,5	1,8	2,7	0,3	1,9	2,6	1,2	0,5
2017 I TR	1,5	1,7	0,2	0,9	0,7	1,3	1,7	2,6	-0,2	1,7	3,0	1,2	0,9
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	12,7	22,0	6,3
2015	100,0	80,6	19,4	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,7	19,3	4,2	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
2014	0,6	0,8	-0,5	-0,4	0,0	-1,3	0,3	0,5	-1,0	0,0	2,3	1,3	0,2
2015	1,1	1,4	-0,3	-0,3	0,6	0,7	0,8	2,4	0,0	2,3	3,1	0,9	0,8
2016	0,8	1,0	-0,1	-0,4	0,3	-0,5	1,5	1,1	-1,3	1,4	2,5	0,2	0,6
2016 II TR	1,0	1,1	0,7	-0,1	0,4	-0,5	1,9	1,1	-0,9	1,6	2,9	0,2	0,7
III TR	0,6	0,8	-0,3	-0,6	0,0	-0,7	1,6	0,6	-1,6	1,2	1,8	0,1	0,0
IV TR	0,7	0,9	-0,2	-0,7	0,5	-0,7	1,5	1,4	-1,4	1,6	2,2	0,1	0,2
2017 I TR	1,0	1,2	0,1	-0,4	0,6	0,5	1,2	2,1	-0,9	1,7	2,6	0,4	0,9
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2014	0,0	0,2	-0,5	-0,4	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,3
2015	0,1	0,2	0,1	0,9	0,4	0,7	-0,3	1,1	0,2	0,5	0,1	0,0	0,0
2016	-0,6	-0,6	0,1	0,2	-0,4	-0,6	-0,3	-1,1	-1,4	-0,2	-0,3	-1,0	-0,2
2016 II TR	-0,4	-0,6	0,9	0,7	-0,1	-0,3	-0,2	-0,8	-1,0	0,6	0,1	-1,1	-0,3
III TR	-0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-0,3	-1,5	-1,8	-0,7	-0,8	-1,2	-0,6
IV TR	-0,7	-0,6	-0,4	-0,9	-0,2	-1,3	-0,4	-1,3	-1,6	-0,4	-0,5	-1,1	-0,3
2017 I TR	-0,5	-0,5	-0,1	-1,3	-0,1	-0,7	-0,4	-0,5	-0,7	0,1	-0,3	-0,8	0,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 3 Actividad económica

### 3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones <sup>1)</sup>	Sub-empleo, % de población activa <sup>1)</sup>	Desempleo											Tasa de vacantes <sup>2)</sup>
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa <sup>1)</sup>	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						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	18,637	11,6	6,1	15,216	10,4	3,421	23,7	9,933	11,5	8,704	11,8	1,4
2015	160,600	4,6	17,446	10,9	5,6	14,295	9,8	3,151	22,3	9,254	10,7	8,192	11,0	1,5
2016	161,882	4,3	16,228	10,0	5,0	13,279	9,0	2,950	20,9	8,474	9,7	7,755	10,4	1,7
2016 III TR	162,280	4,1	16,072	9,9	4,8	13,162	8,9	2,910	20,6	8,376	9,6	7,696	10,3	1,6
IV TR	162,306	4,2	15,755	9,7	4,9	12,873	8,7	2,882	20,4	8,243	9,4	7,512	10,0	1,7
2017 I TR	161,634	4,3	15,380	9,5	4,8	12,632	8,5	2,748	19,6	7,970	9,1	7,410	9,9	1,9
II TR	.	.	14,896	9,2	.	12,213	8,2	2,682	19,2	7,705	8,8	7,190	9,6	1,9
2017 Feb	-	-	15,350	9,5	-	12,620	8,5	2,729	19,5	7,944	9,1	7,406	9,9	-
Mar	-	-	15,249	9,4	-	12,537	8,5	2,713	19,3	7,902	9,1	7,348	9,8	-
Abr	-	-	14,985	9,2	-	12,293	8,3	2,692	19,2	7,741	8,9	7,244	9,7	-
May	-	-	14,915	9,2	-	12,221	8,2	2,694	19,3	7,714	8,8	7,201	9,6	-
Jun	-	-	14,787	9,1	-	12,126	8,2	2,661	19,0	7,661	8,8	7,126	9,5	-
Jul	-	-	14,860	9,1	-	12,190	8,2	2,670	19,1	7,681	8,8	7,179	9,6	-

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	0,8	1,7	1,1	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	0,0	3,8
2015	2,1	2,3	1,0	3,6	2,5	0,8	-0,9	3,6	2,6	1,7	3,2	2,3	8,8
2016	1,4	1,5	1,8	1,7	1,1	0,1	2,2	0,2	1,4	1,3	1,5	1,8	7,2
2016 III TR	1,0	1,3	1,7	0,8	1,3	-0,5	3,6	-0,2	0,9	1,3	0,5	2,5	6,4
IV TR	2,3	1,8	2,4	1,7	1,2	5,4	2,3	3,3	2,3	1,7	3,0	1,4	4,1
2017 I TR	1,4	1,3	2,2	1,4	-0,6	2,0	1,8	5,7	2,1	1,4	2,9	1,4	4,8
II TR	2,5	2,7	3,6	2,4	1,7	1,6	3,3	6,7	2,8	2,7	3,2	1,3	6,0
2017 Feb	1,4	1,2	2,1	1,6	-1,6	2,4	5,4	6,6	2,1	1,1	3,1	1,3	4,8
Mar	2,2	3,2	3,8	3,6	2,1	-4,9	4,1	7,5	2,9	1,6	4,3	1,2	5,5
Abr	1,2	1,5	3,1	0,3	0,8	-0,9	3,3	6,6	2,7	3,4	2,6	-0,1	4,3
May	3,9	4,3	3,9	5,4	3,1	1,0	2,7	7,3	2,6	2,1	3,5	-0,1	7,1
Jun	2,6	2,4	3,8	1,6	1,1	5,1	3,4	6,1	3,3	2,7	3,6	4,2	6,5
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	2,6	1,5	3,9	0,8	.
tasas de variación intermensual (d.)													
2017 Feb	-0,2	0,5	1,2	1,1	-1,2	-5,7	5,5	2,2	0,6	0,2	0,9	-0,3	0,8
Mar	0,4	0,8	0,7	0,9	1,9	-2,9	-0,9	1,0	0,3	0,2	0,6	0,6	-0,6
Abr	0,4	0,0	0,2	-1,1	0,2	3,8	0,3	-1,2	0,0	1,2	-0,8	-0,6	0,2
May	1,2	1,3	0,5	2,2	1,2	0,2	-0,2	1,1	0,3	-0,6	0,8	1,2	3,0
Jun	-0,6	-0,9	-0,3	-1,9	-0,5	1,8	-0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,9	-1,9
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,3	-0,5	0,1	-0,9	.

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	-10,1	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,2	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 III TR	104,2	-2,9	82,0	-8,3	-16,0	0,3	10,3	89,3	52,1	53,7	52,6	52,9
IV TR	106,9	-0,6	82,4	-6,5	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2017 I TR	108,0	1,1	82,6	-5,5	-11,0	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
II TR	110,0	3,3	82,9	-2,7	-5,0	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
2017 Mar	108,0	1,3	-	-5,1	-9,9	1,8	12,8	-	56,2	57,5	56,0	56,4
Abr	109,7	2,6	82,6	-3,6	-6,0	3,1	14,2	89,4	56,7	57,9	56,4	56,8
May	109,3	2,8	-	-3,3	-5,6	2,0	12,8	-	57,0	58,3	56,3	56,8
Jun	111,1	4,5	-	-1,3	-3,5	4,4	13,3	-	57,4	58,7	55,4	56,3
Jul	111,3	4,5	83,2	-1,7	-1,8	3,9	14,2	90,2	56,6	56,5	55,4	55,7
Ago	111,9	5,1	-	-1,5	-3,3	1,6	14,9	-	57,4	58,3	54,7	55,7

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) <sup>1)</sup>	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	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
2014	12,7	94,6	0,9	1,8	1,4	2,7	1,0	32,8	4,9	131,1	2,7	7,3	1,5
2015	12,4	93,9	1,6	2,1	2,8	3,4	2,5	34,0	6,3	133,3	3,9	3,5	2,2
2016	12,2	93,5	1,9	1,9	4,7	4,4	4,5	33,5	7,7	132,9	3,2	4,7	1,5
2016 II TR	12,4	93,5	2,4	2,3	5,9	3,2	3,7	33,6	7,2	133,4	3,6	3,3	2,0
III TR	12,4	93,5	1,6	2,3	4,9	4,4	4,1	33,6	7,6	132,0	3,4	2,9	1,7
IV TR	12,2	93,5	1,3	1,9	4,3	4,4	4,5	33,5	7,7	132,9	3,2	9,1	1,5
2017 I TR	12,2	93,1	1,7	2,0	9,4	4,8	4,8	33,5	7,2	132,7	3,7	12,0	2,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

4) Basada en el saldo vivo de los préstamos, valores representativos de deuda, créditos comerciales y pasivos de los planes de pensiones.

### 3 Actividad económica

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	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 III TR	907,1	812,1	95,0	526,6	433,6	197,6	177,9	155,8	133,3	27,2	67,5	6,6	5,5
IV TR	940,1	864,1	76,0	545,1	456,5	199,6	205,0	167,2	138,5	28,2	64,0	9,6	10,0
2017 I TR	958,3	867,5	90,8	559,0	478,2	208,0	187,8	163,4	146,8	27,8	54,7	6,7	22,3
II TR	945,5	870,8	74,6	555,9	477,3	203,5	191,5	160,9	135,0	25,2	67,0	5,6	4,6
2017 Ene	317,9	295,1	22,8	183,2	159,4	68,7	66,2	57,4	48,2	8,6	21,3	2,3	10,9
Feb	319,2	284,9	34,3	187,2	159,1	69,9	61,7	53,2	50,4	8,9	13,7	2,4	5,3
Mar	321,2	287,4	33,8	188,6	159,6	69,4	59,8	52,9	48,3	10,3	19,7	2,0	6,1
Abr	312,4	289,4	23,0	182,0	157,5	68,1	61,0	54,0	44,0	8,2	26,9	1,6	2,0
May	321,2	290,7	30,5	188,8	162,2	67,3	64,6	56,0	44,7	9,1	19,2	1,6	1,3
Jun	311,9	290,7	21,2	185,0	157,6	68,0	65,9	50,9	46,3	7,9	20,9	2,4	1,3
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2017 Jun	3.751,0	3.414,6	336,5	2.186,6	1.845,6	808,6	762,2	647,4	553,6	108,4	253,2	28,5	42,4
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2017 Jun	34,7	31,6	3,1	20,2	17,1	7,5	7,1	6,0	5,1	1,0	2,3	0,3	0,4

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

	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 III TR	-0,2	-1,7	508,9	237,4	103,4	154,3	426,3	443,7	244,8	72,8	117,6	328,1	43,9
IV TR	2,3	2,4	525,8	244,9	108,8	157,5	439,9	461,2	256,9	74,9	119,5	335,3	50,1
2017 I TR	10,9	13,8	539,7	256,9	108,9	160,8	449,4	485,0	279,1	77,3	119,8	343,6	59,9
II TR	5,2	9,4	544,6	.	.	.	454,1	484,5	.	.	.	349,4	.
2017 Ene	12,8	17,7	177,6	84,9	35,1	53,3	146,3	162,5	93,2	26,4	39,9	114,7	20,7
Feb	5,1	7,0	179,0	85,6	36,4	52,7	149,9	160,8	92,8	25,7	39,3	113,9	20,7
Mar	14,6	16,8	183,1	86,5	37,5	54,8	153,2	161,6	93,1	25,3	40,7	115,0	18,5
Abr	-1,6	4,2	179,9	85,4	36,2	53,6	149,6	161,1	91,5	25,6	40,0	116,0	17,7
May	13,6	17,9	184,1	86,6	38,0	55,1	154,5	165,1	93,5	26,1	42,0	119,3	17,5
Jun	3,9	6,2	180,6	.	.	.	150,0	158,3	.	.	.	114,1	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2016 III TR	0,6	1,8	118,2	116,2	113,5	124,1	117,3	109,3	108,4	107,0	112,1	112,3	101,0
IV TR	1,5	0,8	120,5	118,2	118,6	124,9	120,0	109,8	108,9	107,0	111,9	112,4	104,6
2017 I TR	6,4	3,3	121,1	121,0	117,8	124,2	120,4	110,3	111,4	107,2	109,8	112,3	110,0
II TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Dic	4,8	-0,1	122,3	119,2	125,7	124,2	122,6	108,8	107,5	105,3	111,4	111,0	102,9
2017 Ene	9,0	6,9	119,9	119,9	114,2	124,4	118,1	110,5	111,4	109,9	108,2	112,2	112,4
Feb	1,0	-3,3	120,6	121,1	117,8	122,5	120,8	109,8	111,0	106,6	108,5	111,9	113,3
Mar	9,2	6,2	122,7	121,9	121,2	125,7	122,5	110,7	111,7	105,1	112,8	112,7	104,2
Abr	-6,2	-4,8	120,9	120,8	117,1	123,6	119,9	110,9	110,7	106,3	111,0	113,9	101,3
May	8,7	9,6	123,5	122,5	122,8	126,6	123,5	114,7	114,6	110,5	116,3	117,6	104,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

## 4 Precios y costes

### 4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>						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 III TR	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3
IV TR	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	-0,1	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2017 I TR	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,9	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
II TR	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,7	-1,2	0,1	-1,4	0,6	1,6	1,3
2017 Mar	101,7	1,5	0,7	2,0	1,0	-0,1	0,1	-1,6	0,1	-0,8	0,0	1,7	0,7
Abr	102,0	1,9	1,2	1,9	1,8	0,2	0,2	-0,5	0,0	0,3	0,5	2,0	1,3
May	101,9	1,4	0,9	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-1,2	-0,1	1,4	1,2
Jun	102,0	1,3	1,1	1,0	1,6	0,0	0,2	-0,5	0,1	-0,9	0,3	1,3	1,3
Jul	101,4	1,3	1,2	1,1	1,6	0,1	0,2	0,2	0,1	-0,7	0,2	1,3	1,1
Ago <sup>3)</sup>	101,7	1,5	1,2	.	1,6	0,2	0,2	0,6	0,0	0,7	0,1	.	.

	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 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
2017 I TR	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7
II TR	1,5	1,4	1,6	1,5	0,3	4,6	1,3	1,3	2,6	-1,4	2,3	0,8
2017 Mar	1,8	1,0	3,1	2,1	0,3	7,4	1,3	1,2	1,9	-1,2	0,9	0,8
Abr	1,5	1,1	2,2	2,2	0,3	7,6	1,3	1,3	3,3	-1,2	2,8	0,8
May	1,5	1,5	1,6	1,4	0,3	4,5	1,3	1,3	2,1	-1,4	1,8	0,8
Jun	1,4	1,6	1,0	0,8	0,4	1,9	1,3	1,3	2,4	-1,6	2,4	0,9
Jul	1,4	1,9	0,6	0,9	0,5	2,2	1,3	1,2	2,2	-1,8	2,5	0,8
Ago <sup>3)</sup>	1,4	2,0	0,6	.	0,5	4,0	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

## 4 Precios y costes

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

	Precios industriales, excluida la construcción <sup>1)</sup>										Cons- trucción	Precios de los inmuebles residen- ciales <sup>2)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>2)</sup>
	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía				
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimen- tación, bebidas y tabaco		No ali- men- tación			
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	-0,1	0,3	-4,3	0,3	0,3	1,0
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,2	0,2	1,6	2,9
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,2	5,2
2016 III TR	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,1	-5,9	0,4	3,3	7,1
IV TR	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,3	0,1	0,4	1,1	3,7	5,1
2017 I TR	104,7	4,1	4,0	2,1	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	9,9	1,9	3,9	.
II TR	104,2	3,3	3,1	2,4	3,5	0,9	2,4	3,5	0,2	5,7	.	.	.
2017 Feb	104,8	4,5	4,4	2,1	3,4	0,8	1,7	2,6	0,1	11,4	-	-	-
Mar	104,5	3,9	4,0	2,5	3,9	0,9	2,0	3,0	0,2	8,1	-	-	-
Abr	104,5	4,3	3,9	2,6	4,0	0,9	2,3	3,5	0,2	9,0	-	-	-
May	104,2	3,4	3,1	2,4	3,6	0,9	2,3	3,5	0,2	5,8	-	-	-
Jun	104,0	2,4	2,1	2,2	3,0	0,9	2,4	3,4	0,3	2,5	-	-	-
Jul	104,0	2,0	2,3	2,1	2,7	0,9	2,1	3,2	0,3	2,0	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

2) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase <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				Exporta- ciones <sup>1)</sup>		Importa- ciones <sup>1)</sup>	Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men- tación	No alimen- tación	Total	Ali- men- tación	No alimen- tación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2014	104,5	0,9	0,6	0,5	0,8	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,9	1,3	0,4	0,2	0,6	0,7	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,3	0,6	0,8	-1,4	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 III TR	106,8	0,6	0,4	0,3	0,6	0,8	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
IV TR	107,1	0,7	0,8	0,7	0,6	1,0	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 I TR	107,3	0,7	1,4	1,5	1,0	1,3	2,7	4,6	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
II TR	107,7	1,0	1,3	1,4	1,0	1,4	2,5	3,3	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
2017 Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	48,7	14,6	2,7	28,5	10,5	-2,2	29,3
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	49,6	11,4	1,2	23,2	9,9	-0,5	24,8
May	-	-	-	-	-	-	-	-	46,0	7,0	-2,1	17,7	6,9	-1,8	19,7
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	41,7	2,3	-7,1	13,7	3,2	-4,8	15,1
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	42,2	1,0	-6,0	8,9	2,0	-3,9	10,1
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	43,5	1,1	-8,7	12,1	1,2	-7,6	13,0

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	34,7	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,1	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 III TR	-0,2	1,0	4,5	-6,6	0,6	51,4	54,0	49,6	49,8
IV TR	4,6	3,1	4,9	-5,4	2,4	58,6	54,9	51,6	50,5
2017 I TR	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4
II TR	7,8	4,2	5,9	1,8	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
2017 Mar	9,6	5,1	6,1	-2,9	15,6	68,1	56,8	55,6	52,2
Abr	8,2	5,5	6,7	2,3	13,5	67,1	56,5	55,4	51,7
May	8,2	3,6	5,1	-0,5	11,8	62,0	55,9	54,1	51,7
Jun	7,1	3,4	5,8	3,6	11,7	58,4	55,3	54,3	50,9
Jul	7,5	4,4	6,2	5,3	10,1	57,8	55,2	53,7	51,0
Ago	8,3	4,0	6,3	0,0	9,9	59,4	55,6	54,3	51,3

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 <sup>1)</sup>
			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	102,6	1,2	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,2	1,6	1,9	0,4	1,6	1,6	1,5
2016	105,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,6	1,4
2016 III TR	102,5	1,4	1,5	1,1	1,2	1,8	1,5
IV TR	112,1	1,4	1,6	1,4	1,5	1,4	1,4
2017 I TR	100,4	1,5	1,4	1,5	1,3	1,7	1,6
II TR	.	.	.	.	.	.	1,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 4 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufac- turerá, 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
<b>Costes laborales unitarios</b>												
2014	104,4	0,6	-1,2	-0,9	1,1	0,3	-1,1	2,4	1,7	1,1	1,6	1,5
2015	104,6	0,2	-3,3	-2,3	0,5	0,8	0,7	0,7	2,5	1,6	1,2	1,4
2016	105,5	0,8	1,6	0,0	-0,4	0,7	0,3	1,3	4,0	1,2	1,4	2,0
2016 II TR	105,3	0,7	1,0	-0,1	-0,8	1,4	0,8	1,2	3,6	0,2	1,2	1,4
III TR	105,6	0,8	1,9	0,4	-0,6	1,0	-0,6	1,5	4,2	0,4	1,4	1,8
IV TR	105,9	0,9	3,7	-0,3	0,1	0,9	-0,2	2,3	4,7	0,6	1,3	1,7
2017 I TR	106,2	1,0	0,9	0,7	0,3	0,6	-0,6	2,1	3,7	1,5	1,5	1,8
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2014	106,6	1,4	0,2	2,1	1,9	1,2	2,3	1,8	1,9	1,7	1,1	1,2
2015	107,9	1,2	0,8	1,6	0,7	1,3	2,4	1,0	1,2	1,5	1,2	0,9
2016	109,3	1,2	0,8	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	3,3	1,3	1,4	2,1
2016 II TR	109,0	1,0	1,1	0,9	0,9	1,5	1,0	1,0	3,5	0,7	1,1	1,5
III TR	109,5	1,2	0,6	1,2	1,6	1,3	0,7	1,4	3,1	0,4	1,4	2,2
IV TR	110,0	1,4	0,7	1,5	1,4	1,7	0,9	1,2	3,8	0,7	1,6	2,3
2017 I TR	110,5	1,5	0,3	1,7	1,7	1,5	1,2	1,2	3,3	2,0	1,5	1,8
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada</b>												
2014	102,1	0,8	1,4	3,0	0,8	1,0	3,4	-0,6	0,1	0,5	-0,4	-0,4
2015	103,2	1,0	4,3	4,0	0,2	0,5	1,7	0,3	-1,3	-0,1	0,0	-0,4
2016	103,6	0,4	-0,8	1,1	1,6	0,5	0,7	-0,2	-0,7	0,0	0,0	0,1
2016 II TR	103,5	0,3	0,1	1,0	1,8	0,1	0,3	-0,2	-0,1	0,5	-0,1	0,1
III TR	103,7	0,4	-1,3	0,8	2,2	0,3	1,3	-0,1	-1,0	0,0	0,1	0,4
IV TR	103,9	0,6	-2,9	1,8	1,2	0,7	1,1	-1,1	-0,8	0,1	0,3	0,6
2017 I TR	104,1	0,5	-0,6	0,9	1,3	0,9	1,9	-0,9	-0,4	0,4	0,0	0,1
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2014	108,5	1,3	1,1	1,6	1,4	1,4	2,2	1,8	1,7	1,2	0,8	1,2
2015	109,7	1,1	0,9	1,1	0,1	1,3	1,2	0,9	0,8	1,2	1,2	0,9
2016	111,7	1,9	0,0	1,4	2,1	1,6	2,3	2,9	3,7	1,7	2,4	3,0
2016 II TR	111,1	1,6	-0,1	1,0	1,7	1,8	2,1	2,6	3,5	1,1	2,2	2,7
III TR	111,8	2,0	0,4	1,8	2,7	1,6	2,3	3,5	4,4	1,3	2,4	3,5
IV TR	112,6	2,1	1,0	1,7	2,5	2,1	2,4	3,1	4,3	1,1	2,5	3,3
2017 I TR	113,0	2,0	0,7	1,8	2,9	1,9	1,7	2,0	3,9	2,1	2,4	2,4
<b>Productividad del trabajo por hora</b>												
2014	104,2	0,8	1,9	2,6	0,4	1,3	3,4	-0,5	0,4	0,4	-0,7	-0,1
2015	105,2	0,9	3,4	3,5	-0,6	0,8	0,7	0,0	-1,7	-0,1	0,0	-0,5
2016	106,2	1,0	-0,9	1,5	2,2	0,8	1,9	1,2	-0,5	0,3	1,1	0,4
2016 II TR	105,6	0,7	-0,6	1,1	2,1	0,3	1,1	0,8	-0,6	0,4	1,0	0,4
III TR	106,2	1,2	-1,0	1,4	2,9	0,6	2,9	1,7	-0,3	0,8	1,2	1,0
IV TR	106,6	1,2	-2,0	2,0	2,5	1,1	2,4	0,6	-0,5	0,6	1,4	0,9
2017 I TR	106,8	1,0	0,7	1,0	2,1	1,3	2,4	-0,2	-0,5	0,8	0,8	0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.



## 5 Dinero y crédito

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

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	8	9	10	11		
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales						Participaciones en fondos del mercado monetario	
1	2	3	4	5	6	8	9	10	11			
Saldos vivos												
2014	969,5	4.970,5	5.939,9	1.581,7	2.147,6	3.729,4	9.669,3	121,5	430,3	109,2	661,0	10.330,3
2015	1.036,5	5.566,3	6.602,8	1.439,2	2.159,8	3.599,1	10.201,8	74,6	485,5	75,4	635,5	10.837,3
2016	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	523,7	95,8	689,9	11.376,2
2016 III TR	1.066,6	5.946,7	7.013,3	1.393,3	2.172,6	3.565,8	10.579,2	80,5	504,0	92,3	676,8	11.255,9
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	523,7	95,8	689,9	11.376,2
2017 I TR	1.088,6	6.303,7	7.392,2	1.306,0	2.180,0	3.486,0	10.878,2	73,5	533,5	102,4	709,5	11.587,7
II TR	1.095,0	6.435,6	7.530,5	1.259,1	2.195,1	3.454,2	10.984,8	68,3	515,1	80,5	663,9	11.648,7
2017 Feb	1.086,1	6.208,5	7.294,6	1.325,0	2.178,0	3.503,0	10.797,6	66,7	514,0	96,6	677,4	11.475,0
Mar	1.088,6	6.303,7	7.392,2	1.306,0	2.180,0	3.486,0	10.878,2	73,5	533,5	102,4	709,5	11.587,7
Abr	1.092,3	6.345,9	7.438,2	1.279,4	2.183,0	3.462,4	10.900,6	72,3	518,6	81,0	671,9	11.572,5
May	1.092,4	6.379,6	7.472,0	1.263,9	2.190,4	3.454,4	10.926,4	72,5	518,4	81,8	672,8	11.599,2
Jun	1.095,0	6.435,6	7.530,5	1.259,1	2.195,1	3.454,2	10.984,8	68,3	515,1	80,5	663,9	11.648,7
Jul <sup>(a)</sup>	1.093,9	6.459,6	7.553,5	1.244,7	2.200,8	3.445,6	10.999,1	66,7	512,7	75,7	655,1	11.654,1
Operaciones												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	11,9	13,0	28,5	374,3
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	49,8	-26,6	-24,8	480,7
2016	36,7	544,5	581,3	-109,2	15,9	-93,3	488,0	-4,3	38,1	16,4	50,2	538,2
2016 III TR	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,5	126,5	-3,7	13,1	-3,2	6,3	132,7
IV TR	6,5	156,1	162,6	-66,7	3,2	-63,5	99,1	-10,4	19,7	4,2	13,5	112,6
2017 I TR	15,5	189,1	204,5	-11,7	4,1	-7,6	197,0	3,1	9,9	6,0	19,1	216,0
II TR	6,4	151,4	157,9	-37,2	14,7	-22,5	135,4	-4,7	-18,1	-20,1	-43,0	92,4
2017 Feb	4,3	50,0	54,3	-5,3	-0,2	-5,4	48,9	-8,5	-5,4	2,0	-11,9	37,0
Mar	2,4	97,4	99,8	-18,2	2,0	-16,2	83,6	6,9	19,5	6,1	32,4	116,1
Abr	3,7	46,8	50,5	-25,1	3,1	-22,0	28,5	-1,1	-14,9	-21,5	-37,5	-9,0
May	0,1	44,9	45,0	-8,5	6,9	-1,5	43,5	0,5	-0,1	0,0	0,4	43,9
Jun	2,6	59,8	62,4	-3,7	4,7	1,1	63,4	-4,1	-3,2	1,3	-5,9	57,5
Jul <sup>(a)</sup>	-1,1	30,2	29,1	-12,3	2,5	-9,8	19,3	-1,4	-2,4	-3,0	-6,8	12,5
Tasas de crecimiento												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,9	19,2	4,6	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	11,4	-25,0	-3,7	4,6
2016	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	7,8	21,6	7,9	5,0
2016 III TR	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	7,7	13,7	5,4	5,1
IV TR	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	7,8	21,6	7,9	5,0
2017 I TR	3,7	10,1	9,1	-7,5	0,8	-2,5	5,1	-14,4	12,9	4,2	8,0	5,3
II TR	3,8	10,7	9,7	-9,4	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	5,0
2017 Feb	3,9	9,2	8,4	-6,3	0,7	-2,1	4,7	-24,4	7,2	7,0	2,9	4,6
Mar	3,7	10,1	9,1	-7,5	0,8	-2,5	5,1	-14,4	12,9	4,2	8,0	5,3
Abr	4,2	10,2	9,3	-8,7	0,9	-2,9	5,1	-17,8	7,9	-16,0	1,1	4,8
May	3,9	10,3	9,3	-8,7	1,0	-2,8	5,1	-17,0	7,1	-9,4	1,6	4,9
Jun	3,8	10,7	9,7	-9,4	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	5,0
Jul <sup>(a)</sup>	3,4	10,1	9,1	-10,0	1,2	-3,2	4,9	-18,5	3,6	-21,5	-2,8	4,5

Fuente: BCE.

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

## 5 Dinero y crédito

### 5.2 Depósitos en M3<sup>1)</sup>

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2014	1.863,4	1.366,3	365,1	112,6	19,4	5.555,6	2.749,5	812,1	1.991,1	2,8	847,2	222,2	332,9
2015	1.950,8	1.503,1	321,8	117,5	8,4	5.748,9	3.059,7	695,1	1.991,7	2,4	949,7	225,8	364,7
2016	2.077,2	1.656,4	293,9	118,3	8,6	6.049,8	3.399,6	643,6	2.004,8	1,7	979,5	196,6	380,6
2016 III TR	2.069,0	1.622,9	317,7	119,3	9,1	5.977,7	3.301,8	672,0	2.001,3	2,6	953,9	206,2	386,3
IV TR	2.077,2	1.656,4	293,9	118,3	8,6	6.049,8	3.399,6	643,6	2.004,8	1,7	979,5	196,6	380,6
2017 I TR	2.170,9	1.743,5	303,6	117,4	6,4	6.139,8	3.503,3	620,0	2.013,7	2,7	972,5	190,9	389,1
II TR	2.196,1	1.775,3	295,4	118,9	6,5	6.188,7	3.560,9	599,1	2.026,4	2,3	975,1	198,0	400,2
2017 Feb	2.142,7	1.717,1	301,5	117,3	6,8	6.111,5	3.469,4	627,2	2.012,0	2,8	937,2	195,5	391,2
Mar	2.170,9	1.743,5	303,6	117,4	6,4	6.139,8	3.503,3	620,0	2.013,7	2,7	972,5	190,9	389,1
Abr	2.164,8	1.746,1	294,8	117,1	6,8	6.156,5	3.524,2	611,5	2.017,6	3,2	962,0	199,7	397,6
May	2.172,7	1.753,3	294,5	118,8	6,2	6.173,6	3.542,3	605,5	2.023,2	2,7	966,6	195,8	397,7
Jun	2.196,1	1.775,3	295,4	118,9	6,5	6.188,7	3.560,9	599,1	2.026,4	2,3	975,1	198,0	400,2
Jul <sup>(p)</sup>	2.177,8	1.761,9	290,6	119,1	6,2	6.200,4	3.573,4	593,1	2.031,8	2,0	992,3	193,7	407,6
<b>Operaciones</b>													
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	83,9	123,7	-33,5	4,9	-11,2	193,6	303,0	-109,9	0,9	-0,4	84,0	-0,1	30,3
2016	128,7	152,9	-24,7	0,2	0,2	300,8	334,9	-46,8	13,4	-0,8	28,6	-28,2	17,1
2016 III TR	35,2	29,9	3,9	0,7	0,7	73,8	87,7	-16,6	3,2	-0,5	-0,2	-4,2	6,2
IV TR	4,2	28,2	-22,3	-1,2	-0,5	70,6	92,6	-24,5	3,4	-0,9	21,2	-8,9	-4,9
2017 I TR	96,5	88,5	11,1	-1,0	-2,2	90,1	104,1	-23,9	8,8	1,1	-5,4	-5,2	8,6
II TR	34,9	37,8	-5,1	1,9	0,2	52,1	60,8	-20,0	11,8	-0,5	19,1	7,5	10,8
2017 Feb	19,9	17,8	2,3	0,0	-0,2	22,7	30,3	-9,3	1,5	0,1	-6,2	0,9	-1,2
Mar	30,0	27,6	2,7	0,0	-0,4	28,8	34,2	-7,1	1,7	-0,1	36,3	-4,4	-2,5
Abr	-2,6	4,4	-7,2	-0,3	0,5	17,9	21,8	-8,3	4,0	0,5	-8,8	9,0	8,2
May	11,9	10,2	0,6	1,7	-0,6	18,4	19,6	-5,6	5,0	-0,6	17,1	-3,7	0,1
Jun	25,5	23,2	1,5	0,5	0,4	15,7	19,5	-6,2	2,8	-0,4	10,8	2,2	2,5
Jul <sup>(p)</sup>	-14,7	-10,7	-4,0	0,2	-0,3	9,5	13,1	-5,7	2,4	-0,2	20,7	-4,0	7,5
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2014	4,0	7,6	-6,6	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,6	3,9	7,0
2015	4,5	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,7	0,0	9,1
2016	6,6	10,2	-7,7	0,2	2,2	5,2	10,9	-6,8	0,7	-31,2	3,0	-12,5	4,7
2016 III TR	7,5	9,9	-1,3	1,8	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
IV TR	6,6	10,2	-7,7	0,2	2,2	5,2	10,9	-6,8	0,7	-31,2	3,0	-12,5	4,7
2017 I TR	8,1	11,8	-5,0	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,1	1,0	2,1	1,6	-12,3	3,6
II TR	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,9	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,6	-5,1	5,4
2017 Feb	7,5	10,9	-4,8	-0,4	-26,7	5,4	11,5	-9,0	0,9	-4,8	-2,2	-14,8	5,1
Mar	8,1	11,8	-5,0	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,1	1,0	2,1	1,6	-12,3	3,6
Abr	7,0	10,6	-6,9	-0,5	-20,0	5,2	11,4	-11,1	1,2	-9,9	1,3	-6,6	5,4
May	7,5	10,8	-5,7	0,5	-22,4	5,1	11,2	-11,7	1,3	-24,0	2,8	-8,0	4,9
Jun	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,9	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,6	-5,1	5,4
Jul <sup>(p)</sup>	6,8	9,7	-5,2	1,0	-25,1	4,5	10,1	-12,6	1,4	-30,3	5,9	-8,8	5,8

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Dinero y crédito

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

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	Préstamos ajustados <sup>2)</sup>	A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>			A empresas de seguros y fondos de pensiones
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.506,8	10.454,5	10.725,2	4.317,2	5.200,2	808,1	129,0	1.280,0	772,4
2015	3.904,2	1.112,3	2.789,5	12.599,4	10.512,0	10.805,8	4.291,4	5.306,9	790,1	123,5	1.305,1	782,3
2016	4.397,8	1.081,9	3.302,7	12.838,1	10.671,8	10.978,5	4.313,5	5.407,7	838,2	112,5	1.382,1	784,2
2016 III TR	4.272,2	1.105,2	3.153,7	12.768,5	10.623,5	10.926,2	4.303,6	5.378,2	832,6	109,1	1.364,5	780,5
IV TR	4.397,8	1.081,9	3.302,7	12.838,1	10.671,8	10.978,5	4.313,5	5.407,7	838,2	112,5	1.382,1	784,2
2017 I TR	4.439,1	1.070,3	3.354,7	12.971,0	10.755,0	11.046,5	4.334,2	5.456,5	851,5	112,9	1.423,8	792,2
II TR	4.457,9	1.065,2	3.378,5	12.967,2	10.725,8	11.041,7	4.300,9	5.486,2	826,2	112,5	1.439,9	801,6
2017 Feb	4.400,1	1.073,1	3.313,2	12.908,2	10.717,7	11.013,6	4.334,6	5.441,6	830,0	111,6	1.397,5	793,0
Mar	4.439,1	1.070,3	3.354,7	12.971,0	10.755,0	11.046,5	4.334,2	5.456,5	851,5	112,9	1.423,8	792,2
Abr	4.465,9	1.072,2	3.379,5	12.953,3	10.741,3	11.044,1	4.337,2	5.465,7	823,9	114,4	1.423,4	788,7
May	4.477,8	1.066,3	3.397,1	12.975,4	10.746,2	11.058,1	4.341,5	5.473,0	820,6	111,0	1.439,9	789,4
Jun	4.457,9	1.065,2	3.378,5	12.967,2	10.725,8	11.041,7	4.300,9	5.486,2	826,2	112,5	1.439,9	801,6
Jul <sup>(p)</sup>	4.492,3	1.058,3	3.419,6	12.988,5	10.735,2	11.070,9	4.304,7	5.484,6	831,6	114,4	1.456,7	796,6
Operaciones												
2014	73,8	16,4	57,4	-99,9	-47,1	-32,6	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	37,0
2015	296,1	-21,1	316,9	84,9	58,2	76,2	-13,7	98,1	-20,5	-5,7	25,1	1,5
2016	489,5	-34,8	524,2	316,8	234,4	258,3	81,2	120,2	44,1	-11,1	78,1	4,3
2016 III TR	78,1	-7,3	85,2	113,1	70,3	72,5	4,0	33,7	27,5	5,2	20,7	22,1
IV TR	161,4	-20,2	181,7	79,6	62,6	69,2	22,1	36,1	1,1	3,3	15,3	1,6
2017 I TR	77,9	-10,9	88,3	149,0	98,9	87,5	29,6	51,2	17,6	0,5	40,6	9,5
II TR	21,6	-3,2	24,7	55,5	18,8	42,0	-2,3	39,0	-17,6	-0,3	20,8	16,0
2017 Feb	8,0	-13,0	20,9	24,5	20,0	15,3	3,8	20,1	-0,9	-3,0	0,2	4,4
Mar	47,6	-3,2	50,8	73,1	48,4	45,8	7,1	17,1	22,8	1,3	25,3	-0,6
Abr	24,2	1,8	22,3	-7,9	-4,7	6,6	7,1	12,0	-25,4	1,6	-0,4	-2,7
May	13,7	-3,4	17,0	31,1	14,3	22,9	9,0	9,1	-0,5	-3,3	16,9	0,0
Jun	-16,3	-1,6	-14,5	32,3	9,2	12,5	-18,3	17,9	8,2	1,5	4,3	18,7
Jul <sup>(p)</sup>	34,5	-6,4	40,8	34,6	22,6	44,7	11,8	0,3	8,5	2,0	17,4	-5,5
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	4,6
2015	8,2	-1,9	12,8	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,4	2,0	0,2
2016	12,5	-3,1	18,8	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,6	-9,0	6,0	0,6
2016 III TR	10,8	-2,5	16,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,4	-10,7	3,5	0,8
IV TR	12,5	-3,1	18,8	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,6	-9,0	6,0	0,6
2017 I TR	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,8	2,5	4,9	3,6	8,2	4,6
II TR	8,1	-3,7	12,5	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5
2017 Feb	10,7	-3,9	16,3	2,6	2,0	2,3	1,5	2,4	4,2	-11,5	6,3	3,7
Mar	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,8	2,5	4,9	3,6	8,2	4,6
Abr	10,3	-4,4	15,9	2,9	2,2	2,6	1,7	2,6	2,5	1,5	7,6	4,5
May	9,5	-4,8	14,9	2,9	2,2	2,7	1,6	2,8	2,1	0,2	8,1	3,9
Jun	8,1	-3,7	12,5	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5
Jul <sup>(p)</sup>	7,7	-4,0	11,9	3,0	2,2	2,6	1,2	2,9	3,3	3,8	7,4	5,5

Fuente: BCE.

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

2) Ajustados de titulaciones 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 euro<sup>1)</sup>

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>					Préstamos ajustados <sup>4)</sup>				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2014	4.317,2	4.270,2	1.112,3	724,9	2.480,0	5.200,2	5.545,5	562,9	3.860,9	776,4
2015	4.291,4	4.273,3	1.041,1	762,2	2.488,2	5.306,9	5.640,0	595,2	3.948,4	763,3
2016	4.313,5	4.312,8	998,3	798,3	2.516,8	5.407,7	5.724,3	615,0	4.044,9	747,7
2016 III TR	4.303,6	4.295,8	1.011,5	789,1	2.503,1	5.378,2	5.700,0	607,3	4.018,2	752,6
IV TR	4.313,5	4.312,8	998,3	798,3	2.516,8	5.407,7	5.724,3	615,0	4.044,9	747,7
2017 I TR	4.334,2	4.332,9	1.004,3	803,0	2.526,9	5.456,5	5.768,2	626,5	4.085,6	744,4
II TR	4.300,9	4.313,5	988,8	797,4	2.514,7	5.486,2	5.798,4	634,8	4.114,0	737,3
2017 Feb	4.334,6	4.327,5	1.011,4	798,9	2.524,3	5.441,6	5.754,9	622,7	4.072,4	746,5
Mar	4.334,2	4.332,9	1.004,3	803,0	2.526,9	5.456,5	5.768,2	626,5	4.085,6	744,4
Abr	4.337,2	4.339,5	998,2	805,3	2.533,7	5.465,7	5.776,2	628,5	4.096,4	740,8
May	4.341,5	4.344,3	1.001,2	804,7	2.535,6	5.473,0	5.792,3	635,2	4.096,7	741,1
Jun	4.300,9	4.313,5	988,8	797,4	2.514,7	5.486,2	5.798,4	634,8	4.114,0	737,3
Jul <sup>(p)</sup>	4.304,7	4.327,7	985,2	801,7	2.517,8	5.484,6	5.808,5	639,0	4.111,9	733,7
<b>Operaciones</b>										
2014	-60,6	-67,1	-14,1	2,6	-49,0	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,7	22,9	-64,2	32,0	18,5	98,1	76,4	21,8	80,0	-3,6
2016	81,2	98,7	-18,1	44,3	55,0	120,2	113,8	23,4	106,0	-9,2
2016 III TR	4,0	12,3	-23,7	13,5	14,2	33,7	27,9	5,0	32,5	-3,8
IV TR	22,1	32,5	-9,5	9,0	22,5	36,1	31,4	9,2	31,5	-4,5
2017 I TR	29,6	32,3	9,3	6,8	13,5	51,2	46,2	11,3	40,1	-0,1
II TR	-2,3	9,7	-2,1	0,6	-0,8	39,0	40,5	10,2	29,0	-0,3
2017 Feb	3,8	5,3	-2,7	-1,1	7,6	20,1	12,5	2,1	18,6	-0,7
Mar	7,1	14,6	-4,6	5,9	5,8	17,1	14,9	4,3	13,9	-1,1
Abr	7,1	9,9	-4,0	3,6	7,5	12,0	11,4	2,3	10,8	-1,1
May	9,0	8,6	6,7	1,0	1,3	9,1	18,0	7,1	1,1	0,9
Jun	-18,3	-8,9	-4,8	-3,9	-9,6	17,9	11,1	0,8	17,1	-0,1
Jul <sup>(p)</sup>	11,8	23,6	-0,3	5,9	6,1	0,3	12,6	4,6	-1,9	-2,4
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,3	2,0	3,9	2,7	-1,2
2016 III TR	1,4	2,0	-3,0	6,5	1,8	2,1	1,8	3,3	2,4	-0,9
IV TR	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,3	2,0	3,9	2,7	-1,2
2017 I TR	1,8	2,4	-2,7	5,0	2,6	2,5	2,4	4,5	3,0	-1,2
II TR	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,2
2017 Feb	1,5	2,0	-2,2	3,9	2,3	2,4	2,3	4,2	2,8	-1,0
Mar	1,8	2,4	-2,7	5,0	2,6	2,5	2,4	4,5	3,0	-1,2
Abr	1,7	2,5	-3,0	5,0	2,6	2,6	2,5	4,6	3,0	-1,1
May	1,6	2,5	-2,5	5,0	2,4	2,8	2,6	6,3	2,9	-1,0
Jun	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,2
Jul <sup>(p)</sup>	1,2	2,4	-2,0	3,7	1,8	2,9	2,6	6,6	3,1	-1,3

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 euro<sup>1)</sup>

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

	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Tenencias de la Administración Central <sup>2)</sup>	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		Adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Saldos vivos</b>										
2014	269,4	7.131,5	2.186,6	92,2	2.391,5	2.461,1	1.389,0	219,7	184,5	139,7
2015	284,8	6.996,9	2.119,7	79,8	2.254,0	2.543,5	1.353,7	261,7	205,9	135,6
2016	318,8	6.921,4	2.054,4	70,6	2.144,3	2.652,0	1.142,6	237,9	205,9	121,6
2016 III TR	310,1	6.966,7	2.068,5	72,4	2.130,8	2.695,0	1.210,7	281,3	209,2	129,1
IV TR	318,8	6.921,4	2.054,4	70,6	2.144,3	2.652,0	1.142,6	237,9	205,9	121,6
2017 I TR	304,1	6.880,5	2.033,2	69,2	2.100,3	2.677,8	1.110,1	252,1	182,2	111,8
II TR	296,6	6.772,2	2.003,4	67,0	2.066,1	2.635,7	1.031,1	261,2	154,2	109,7
2017 Feb	295,7	6.920,3	2.028,4	69,6	2.125,3	2.697,0	1.126,4	256,4	171,3	104,4
Mar	304,1	6.880,5	2.033,2	69,2	2.100,3	2.677,8	1.110,1	252,1	182,2	111,8
Abr	335,9	6.848,5	2.023,4	69,3	2.082,5	2.673,3	1.095,2	242,4	175,4	103,7
May	310,5	6.832,0	2.015,7	67,0	2.080,9	2.668,4	1.044,0	244,5	162,4	104,3
Jun	296,6	6.772,2	2.003,4	67,0	2.066,1	2.635,7	1.031,1	261,2	154,2	109,7
Jul <sup>(p)</sup>	322,4	6.724,8	1.989,9	63,5	2.058,1	2.613,3	1.058,6	161,8	128,1	76,4
<b>Operaciones</b>										
2014	-4,0	-171,0	-120,8	2,0	-160,1	107,9	238,7	-13,2	0,7	17,8
2015	9,2	-213,6	-106,2	-13,5	-216,1	122,2	-85,3	-19,3	21,4	-4,0
2016	31,0	-107,8	-73,3	-9,1	-111,0	85,5	-273,7	-71,2	12,8	-12,0
2016 III TR	-9,2	-45,0	-25,8	-2,0	-41,7	24,6	-97,7	-15,0	-19,2	-13,7
IV TR	6,6	-12,5	-21,6	-2,6	-11,9	23,6	-41,9	-92,4	-0,2	-7,5
2017 I TR	-16,2	-14,8	-15,0	-1,4	-31,4	33,1	-32,8	-9,1	-22,6	-9,1
II TR	-7,6	-11,1	-22,3	-2,1	3,4	9,9	-20,7	17,3	-28,0	-2,1
2017 Feb	-8,2	13,5	-10,9	-0,2	-5,6	30,2	-34,0	43,8	-5,1	-2,0
Mar	8,4	-7,1	5,8	-0,4	-20,9	8,4	-5,2	1,9	10,8	7,5
Abr	31,8	-18,4	-8,2	0,2	-6,0	-4,3	-3,8	-8,1	-6,8	-8,2
May	-25,4	14,9	-5,6	-2,3	14,3	8,4	-27,9	16,4	-13,0	0,6
Jun	-14,0	-7,6	-8,4	0,0	-4,9	5,7	11,0	9,0	-8,2	5,4
Jul <sup>(p)</sup>	25,8	-24,7	-11,5	-1,1	5,5	-17,7	46,9	-102,4	-26,0	-33,3
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2014	-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,0	-4,8	-14,5	-8,8	4,9	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-1,5	-3,5	-11,5	-5,0	3,3	-	-	6,3	-9,0
2016 III TR	5,3	-2,1	-4,3	-12,2	-6,2	3,8	-	-	1,5	-8,2
IV TR	10,9	-1,5	-3,5	-11,5	-5,0	3,3	-	-	6,3	-9,0
2017 I TR	-4,6	-1,1	-4,0	-10,1	-4,6	4,5	-	-	-21,2	-25,3
II TR	-8,2	-1,2	-4,0	-10,8	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
2017 Feb	-1,7	-1,0	-4,4	-10,5	-3,4	3,9	-	-	-25,7	-25,7
Mar	-4,6	-1,1	-4,0	-10,1	-4,6	4,5	-	-	-21,2	-25,3
Abr	5,5	-1,5	-4,4	-9,0	-4,6	3,8	-	-	-20,9	-24,8
May	3,2	-1,3	-4,4	-11,6	-3,9	3,8	-	-	-23,5	-23,6
Jun	-8,2	-1,2	-4,0	-10,8	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
Jul <sup>(p)</sup>	-2,4	-1,2	-4,2	-11,4	-2,7	2,5	-	-	-35,6	-39,5

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
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
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,0	0,7
2016 II TR	-1,8	.	.	.	.	0,5
III TR	-1,8	.	.	.	.	0,5
IV TR	-1,5	.	.	.	.	0,7
2017 I TR	-1,3	.	.	.	.	0,9

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	
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	46,7	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,6	10,1	5,2	2,4	22,8	3,9
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5
2016 II TR	46,3	45,8	12,5	13,1	15,3	0,5	48,1	44,2	10,0	5,2	2,3	22,8	3,8
III TR	46,3	45,8	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,8
IV TR	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5
2017 I TR	46,3	45,8	12,7	13,0	15,3	0,4	47,6	44,1	10,0	5,1	2,2	22,8	3,5

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
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,8	30,3	41,5	9,0	80,3	17,3	29,5	42,5	87,2	2,1
2016 II TR	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	90,0	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	89,2	2,7	15,4	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 I TR	89,5	2,7	15,1	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes<sup>1)</sup> (en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

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

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

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

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

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

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año <sup>2)</sup>					Vida residual media en años <sup>3)</sup>	Rendimiento nominal medio <sup>4)</sup>							
	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	1,6	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6	
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2	
2016	14,7	12,9	4,8	1,7	0,4	6,7	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2016 II TR	15,4	13,6	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1	
III TR	15,0	13,2	4,0	1,8	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2	
IV TR	14,7	12,9	4,8	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2017 I TR	14,6	12,8	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1	
2017 Feb	14,4	12,7	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3	
Mar	14,6	12,8	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1	
Abr	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,7	0,2	1,2	
May	14,3	12,6	4,6	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,1	1,2	
Jun	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2	
Jul	13,5	11,8	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,3	

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										
2013	-3,1	-0,2	-0,2	-5,7	-13,1	-7,0	-4,0	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,7	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-2,0	-5,9	-5,1	-3,6	-2,7	-1,2	
2016	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
2016 II TR	-2,6	0,7	0,8	-1,5	-3,7	-5,3	-3,2	-2,4	-1,3	
III TR	-3,0	0,5	0,5	-1,6	-1,8	-4,8	-3,3	-2,4	-1,0	
IV TR	-2,6	0,8	0,3	-0,7	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
2017 I TR	-2,3	1,0	0,0	-0,5	1,3	-4,2	-3,4	-2,3	0,7	
Deuda pública										
2013	105,6	77,5	10,2	119,5	177,4	95,5	92,3	129,0	102,2	
2014	106,7	74,9	10,7	105,3	179,7	100,4	94,9	131,8	107,1	
2015	106,0	71,2	10,1	78,7	177,4	99,8	95,6	132,1	107,5	
2016	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,0	132,6	107,8	
2016 II TR	109,7	70,2	9,7	74,9	179,7	101,1	97,9	135,4	107,5	
III TR	108,7	69,4	9,6	75,1	176,3	100,4	97,2	132,7	110,6	
IV TR	106,0	68,3	9,5	72,8	179,0	99,4	96,3	132,6	107,8	
2017 I TR	107,7	66,9	9,2	74,3	176,2	100,4	98,7	134,7	107,0	
	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										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,1	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,4	-2,0	-2,3	-2,7	-7,2	-5,4	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,4	-1,3	-2,1	-1,1	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2016 II TR	-0,4	0,4	1,4	0,4	-1,0	-0,9	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4
III TR	0,2	0,2	1,5	0,8	-0,4	-0,6	-3,7	-1,7	-2,0	-2,2
IV TR	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2017 I TR	-0,1	0,7	1,3	2,1	1,0	-1,2	-1,7	-1,4	-1,5	-1,6
Deuda pública										
2013	39,0	38,7	23,4	68,7	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,4	64,3	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,5	42,7	21,6	60,6	65,2	85,5	129,0	83,1	52,5	63,7
2016	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6
2016 II TR	38,9	40,1	21,4	61,0	63,2	86,2	131,6	82,5	52,9	61,7
III TR	37,9	41,3	20,9	59,8	61,5	83,7	133,1	82,8	52,7	61,7
IV TR	40,1	40,2	20,0	58,3	61,8	84,6	130,3	79,7	51,9	63,1
2017 I TR	39,0	39,3	23,0	59,0	59,6	82,6	130,5	81,4	53,5	62,6

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](http://www.ecb.europa.eu)

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

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 6 de septiembre de 2017.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-17-006-ES-N (edición electrónica)