



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 4 / 2018



Índice

Índice	1
Evolución económica y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	14
3 Actividad económica	20
4 Precios y costes	25
5 Dinero y crédito	31
6 Evolución de las finanzas públicas	39
Recuadros	42
1 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 31 de enero y el 2 de mayo de 2018	42
2 La reciente desaceleración del crecimiento del producto de la zona del euro refleja factores cíclicos y transitorios	48
3 El seguimiento de la transmisión del tipo de cambio a la inflación	52
4 El informe sobre el envejecimiento de 2018: el envejecimiento de la población plantea retos difíciles para las finanzas públicas	57
5 Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo de 2018	62
Artículos	67
1 La inversión extranjera directa y sus determinantes desde una perspectiva global y de la UE	67
2 Medición e interpretación del coste del capital en la zona del euro	71
3 Medidas de inflación subyacente en la zona del euro	74
Estadísticas	S1

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria del 14 de junio de 2018, el Consejo de Gobierno concluyó que los avances realizados hasta el momento hacia un ajuste sostenido de la inflación habían sido sustanciales. Desde la puesta en marcha de su programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) en enero de 2015, el Consejo de Gobierno ha condicionado las adquisiciones netas de activos en el marco de este programa al grado de avance hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. El 14 de junio de 2018, el Consejo de Gobierno realizó una revisión detallada de los progresos realizados, teniendo en cuenta, asimismo, las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, indicadores de presiones inflacionistas y salariales, y la incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación. Como resultado de esta revisión, el Consejo de Gobierno llegó a la conclusión de que los avances realizados hasta el momento hacia un ajuste sostenido de la inflación habían sido sustanciales. Como las expectativas de inflación a largo plazo están bien ancladas, la fortaleza subyacente de la economía de la zona del euro y la persistencia de un amplio grado de acomodación monetaria ofrecen motivos para confiar en que la convergencia sostenida de la inflación hacia el objetivo del Consejo de Gobierno continuará en los próximos meses, y que se mantendrá incluso después de la reducción gradual de sus compras netas de activos. Las decisiones de política monetaria del 14 de junio de 2018 mantienen el elevado grado de acomodación monetaria actual, que asegurará que la inflación siga convergiendo de manera sostenida hacia cotas inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo. Todavía es necesario un estímulo monetario notable para propiciar un nuevo aumento de las presiones inflacionistas internas y respaldar la evolución de la inflación general en el medio plazo. Este apoyo seguirá procediendo de las compras netas de activos hasta el final del año, del considerable volumen de activos adquiridos y de las reinversiones asociadas, así como de la política de *forward guidance* sobre los tipos de interés oficiales del BCE. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos cuando corresponda con el fin de asegurar que la inflación continúa avanzando de forma sostenida hacia su objetivo.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 14 de junio de 2018

Pese a una ligera pérdida de impulso, a corto plazo, las perspectivas globales siguen siendo fundamentalmente sólidas, respaldadas por unas políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas y un estímulo fiscal significativo en Estados Unidos. A más largo plazo se espera que la actividad

mundial experimente una desaceleración, ya que el producto está próximo a su potencial en muchas economías avanzadas. Se prevé que el crecimiento del comercio mundial mantenga su fortaleza en el corto plazo. Sin embargo, la aplicación de los incrementos de aranceles y la posibilidad de ampliación de las medidas proteccionistas constituyen un riesgo importante para el dinamismo del crecimiento global. Se espera que las presiones inflacionistas a escala mundial aumenten con lentitud a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2018, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro han disminuido. Los diferenciales de la deuda soberana han mostrado una volatilidad considerable desde la segunda mitad de mayo, en un contexto de incertidumbre política en Italia. Las fluctuaciones de los mercados de deuda pública se han extendido en cierta medida a otros segmentos de mercado, y la volatilidad en los mercados bursátiles ha aumentado. Los precios de las acciones y de los bonos de las sociedades financieras de la zona del euro se han reducido, mientras que el impacto sobre otros segmentos de mercado ha seguido siendo limitado. Al mismo tiempo, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro se han incrementado, reflejando las sólidas perspectivas de beneficios empresariales. En los mercados de divisas, el euro se ha depreciado en términos efectivos nominales.

La expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores, pese a que los datos y los indicadores recientes han sido peores de lo esperado. El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se moderó hasta situarse en el 0,4 % en el primer trimestre de 2018, después de registrar un avance del 0,7 % en los trimestres anteriores. Esta moderación refleja un retroceso con respecto a unos niveles de crecimiento muy elevados en 2017, exacerbado por un aumento de la incertidumbre y por algunos factores transitorios y de oferta a escala interna y global, así como por un menor impulso del comercio exterior. Los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes muestran mayor debilidad, aunque siguen siendo compatibles con un crecimiento económico sólido y generalizado. Las medidas de política monetaria del BCE, que han facilitado el proceso de desapalancamiento, siguen sosteniendo la demanda interna. El consumo privado se sustenta en la mejora continua del empleo, que, a su vez, en parte se debe a las reformas acometidas anteriormente en los mercados de trabajo, y en el aumento de la riqueza de los hogares. La inversión empresarial se ve favorecida por unas condiciones de financiación benignas, por la mejora de la rentabilidad de las empresas y por la fortaleza de la demanda. La inversión en vivienda sigue siendo sólida. Asimismo, se espera que la expansión generalizada de la demanda internacional continúe, proporcionando impulso a las exportaciones de la zona del euro. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se mantienen, en general, equilibrados. No obstante, la incertidumbre relacionada con factores globales, como la amenaza de un aumento del proteccionismo, ha adquirido mayor relevancia. Además, es necesario vigilar el riesgo de persistencia de un alto grado de volatilidad en los mercados financieros.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,1 % en 2018, el 1,9 % en 2019 y el 1,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja para 2018 y se mantienen inalteradas para 2019 y 2020.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro aumentó hasta situarse en el 1,9 % en mayo de 2018, desde el 1,2 % registrado en abril. Este incremento reflejó las mayores contribuciones de las tasas de variación de los precios de la energía, los alimentos y los servicios. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual fluctúen en torno al nivel actual durante el resto del año. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen, en general, contenidos, se han incrementado desde los mínimos registrados anteriormente. Las presiones de costes de origen interno están aumentando en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva, de tensiones en los mercados de trabajo y de incrementos salariales. La incertidumbre acerca de las perspectivas de inflación está disminuyendo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente repunte hacia finales de año y que, a partir de entonces, aumente de forma gradual en el medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica, por la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y por el mayor crecimiento de los salarios.

Este análisis se refleja también ampliamente en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 1,7 % en 2018, 2019 y 2020. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2018, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado considerablemente al alza para 2018 y 2019, principalmente como consecuencia de la subida de los precios del petróleo.

El análisis monetario puso de relieve que el crecimiento del agregado monetario amplio ha ido disminuyendo gradualmente en el contexto de reducción de las compras netas mensuales de activos, con una tasa de avance interanual de M3 del 3,9 % en abril de 2018, frente al 3,7 % de marzo y el 4,3 % de febrero. Aunque la pérdida de impulso de la dinámica de M3 en los últimos meses refleja principalmente la reducción de las compras netas mensuales de activos desde principios de año, el crecimiento de este agregado sigue estando respaldado por el impacto de las medidas de política monetaria del BCE y el bajo coste de oportunidad de mantener los depósitos más líquidos. En consecuencia, el agregado monetario estrecho M1 siguió siendo el que más contribuyó al avance de M3, aunque su tasa de crecimiento interanual ha retrocedido en los últimos meses, desde las elevadas tasas observadas anteriormente. La transmisión de las medidas de política monetaria aplicadas desde junio de 2014 continúa proporcionando un apoyo considerable a las condiciones de financiación de las empresas y los hogares, así como a los flujos de crédito en el conjunto de la zona del euro. Esto

también ha quedado reflejado en los resultados de la última encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas de la zona del euro, que indica que las pequeñas y medianas empresas, en particular, se han beneficiado de la mejora en el acceso a la financiación.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones. En primer lugar, en relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno continuará realizando adquisiciones netas en el marco del APP al ritmo actual de 30 mm de euros mensuales hasta el final de septiembre de 2018. El Consejo de Gobierno anticipa que, con posterioridad a septiembre de 2018, siempre que los nuevos datos confirmen sus perspectivas de inflación a medio plazo, el ritmo mensual de las compras netas de activos se reducirá a 15 mm de euros hasta el final de diciembre de 2018, y que las compras netas cesarán a partir de entonces. En segundo lugar, el Consejo de Gobierno tiene intención de mantener su política de reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco de este programa que vayan venciendo, durante un período prolongado tras el final de sus compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para preservar unas condiciones de liquidez favorables y un elevado grado de acomodación monetaria. En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, y espera que permanezcan en los niveles actuales al menos hasta el verano de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar que la evolución de la inflación siga estando en línea con las actuales expectativas de una senda de ajuste sostenido.

1 Entorno exterior

Aunque la expansión económica mundial ha continuado, datos recientes apuntan a una ligera pérdida de impulso. Las condiciones financieras a escala global han seguido siendo favorables, pero se han endurecido en algunas economías emergentes. La subida de los precios del petróleo —reflejo de que la demanda mundial todavía muestra capacidad de resistencia, pero también de la preocupación acerca del abastecimiento futuro en vista de las tensiones geopolíticas actuales— ha moderado las perspectivas de las economías importadoras de petróleo. No obstante, a corto plazo, las perspectivas mundiales continúan siendo fundamentalmente sólidas, respaldadas por unas políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas y por un significativo estímulo fiscal en Estados Unidos. A más largo plazo se espera que la actividad global experimente una desaceleración, ya que el producto está próximo a su potencial en muchas economías avanzadas. Asimismo, pese a que se prevé que continúe la recuperación de algunas economías exportadoras de materias primas, la transición prevista de China hacia una senda de menor crecimiento también debería afectar a las perspectivas. Se espera que las presiones inflacionistas mundiales aumenten con lentitud a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar, así como que el crecimiento del comercio mundial mantenga su fortaleza en el corto plazo. Sin embargo, la aplicación de los incrementos de los aranceles y la posibilidad de ampliación de las medidas proteccionistas constituyen un riesgo importante para el dinamismo del crecimiento mundial. De hecho, el balance de riesgos para la actividad y el comercio mundiales a corto plazo ha empeorado recientemente, mientras que los riesgos siguen sesgados a la baja en el medio plazo.

Actividad económica y comercio mundiales

Tras un año de crecimiento pronunciado y muy sincronizado, el dinamismo global se desaceleró ligeramente en los primeros meses de 2018. Los datos correspondientes al primer trimestre sugieren que la actividad mundial fue algo más débil de lo esperado. En Estados Unidos, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB cayó hasta situarse en el 0,5 %, como consecuencia de la ralentización del gasto en consumo, que puede haber reflejado retrasos en las devoluciones de impuestos y la estacionalidad residual que en los últimos años ha afectado a las estimaciones del PIB para el primer trimestre. En el Reino Unido, el avance de la actividad también experimentó una moderación, al tiempo que el PIB de Japón registró el primer retroceso intertrimestral en dos años. Es posible que, en estos dos países, las condiciones meteorológicas adversas hayan contribuido a la caída de la construcción y del consumo. En cambio, la economía china creció a un ritmo sólido y la tasa de crecimiento interanual del PIB aumentó un 6,8 %.

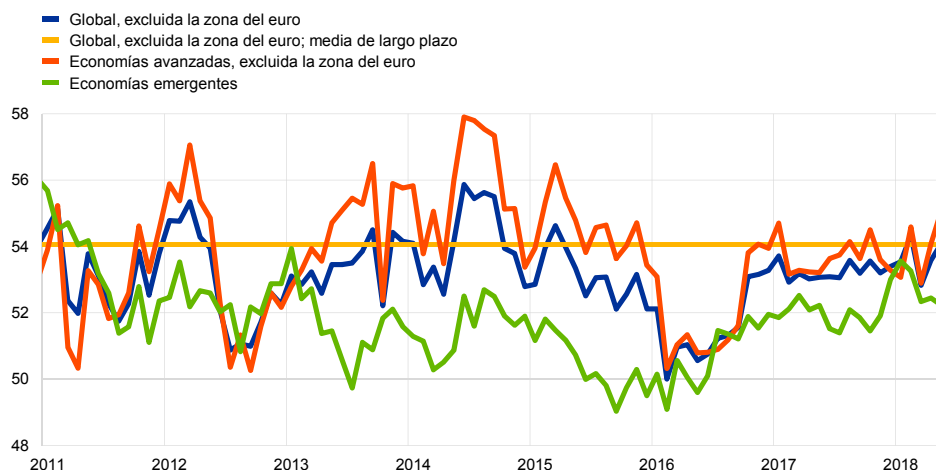
A corto plazo se espera un repunte de la expansión económica mundial. Los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento sostenido en los próximos trimestres. El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción descendió en marzo, pero aumentó en abril y en mayo, manteniéndose por encima de su media de largo plazo (véase gráfico 1). Los indicadores de

sentimiento económico también continuaron siendo positivos, y la confianza de los consumidores se situó en niveles próximos a máximos históricos.

La aplicación de las subidas arancelarias, en un contexto de discusiones sobre más medidas proteccionistas, constituye un riesgo para las perspectivas económicas mundiales. En marzo, el presidente Trump firmó una orden para imponer aranceles del 25 % al acero y del 10 % al aluminio. Aunque varios países quedaron exentos en un principio, posteriormente se decidió incluir a la Unión Europea, Canadá y México. Los países afectados se han comprometido a aumentar los aranceles como represalia. Las medidas aplicadas hasta ahora solo afectan a una pequeña parte del comercio mundial y se espera que únicamente tengan un efecto macroeconómico reducido. No obstante, los riesgos de un aumento del proteccionismo se han incrementado. Después de realizar un estudio de las prácticas en materia de propiedad intelectual de China, Estados Unidos amenazó con elevar los aranceles aplicados a productos chinos por valor de 50 mm de dólares estadounidenses, a lo que el país asiático reaccionó con la promesa de adoptar medidas de respuesta. Además, Estados Unidos puso en marcha una investigación sobre las implicaciones de las importaciones de automóviles para la seguridad nacional. En ambos casos, al final del período de referencia no se había introducido ninguna medida. Con todo, las expectativas de una escalada de las disputas podrían afectar a las decisiones de inversión, lo que, a su vez, posiblemente incidiría en el crecimiento mundial. De cara al futuro, los riesgos para la actividad mundial asociados a un aumento generalizado del proteccionismo podrían ser significativos.

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 mayo de 2018. La «media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y mayo de 2018.

Las perspectivas mundiales continúan estando respaldadas por unas políticas monetarias acomodaticias, aunque algo más restrictivas. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió incrementar los

tipos de interés en sus reuniones de marzo y junio de 2018. La curva de futuros sobre fondos federales sugiere que los mercados siguen anticipando un endurecimiento gradual de la política monetaria, con una mayoría de los mercados de futuros que descontaron al menos otra subida de los tipos en 2018 y un aumento de la probabilidad de que este año haya dos incrementos más. Las expectativas de los mercados también apuntan a un aumento de los tipos de interés en el Reino Unido en los próximos meses. Por el contrario, el Banco de Japón sigue manteniendo una orientación muy acomodaticia. Entre las economías emergentes, las condiciones financieras internas continuaron endureciéndose en China para abordar los riesgos del sistema financiero y los tipos de interés se elevaron de nuevo en marzo, si bien los tipos del mercado monetario han disminuido de forma moderada en las últimas semanas. Los tipos de interés oficiales también se han incrementado en Turquía y en Argentina, ya que el entorno financiero se ha deteriorado. En cambio, en Brasil y en Rusia, los tipos volvieron a reducirse en marzo, en un contexto de débiles presiones inflacionistas.

Aunque la política monetaria siguió siendo acomodaticia, las condiciones financieras mundiales se han endurecido en las últimas semanas, en particular en las economías emergentes. Los mercados internacionales de renta variable han mantenido una capacidad de resistencia relativa, y el índice Standard & Poor's 500 continuaba en niveles superiores a los registrados a principios de año. Sin embargo, los rendimientos de la deuda a largo plazo han aumentado en las principales economías avanzadas. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años se ha incrementado unos 50 puntos básicos desde que comenzó el año. Las subidas de los tipos de interés, junto con el fortalecimiento del dólar estadounidense, han contribuido a un endurecimiento de las condiciones financieras en las economías emergentes. Tras registrar una recuperación sostenida en 2017, las entradas de capital en estas economías descendieron en abril, al tiempo que se ampliaron los diferenciales de la deuda emitida por estos países. Actualmente se observan niveles elevados de volatilidad en los mercados financieros de muy pocos países, como Argentina y Turquía, que los mercados parecen considerar vulnerables por sus altas tasas de inflación y por la considerable necesidad de financiación externa. Con todo, las condiciones financieras se endurecieron en la mayoría de las economías emergentes durante este período.

Los precios del petróleo han subido de forma acusada durante los dos últimos meses, aunque más recientemente se han moderado. En comparación con los primeros meses del año, esta subida ha reflejado, en cierta medida, la capacidad de resistencia de la demanda mundial. Al mismo tiempo, la oferta de crudo prácticamente no ha variado, ya que los recortes de la producción derivados del acuerdo alcanzado por los países de la OPEP y otros países productores no pertenecientes a esta organización se vieron compensados por un incremento de la producción en Estados Unidos. Las presiones sobre el precio al contado volvieron a aumentar a mediados de mayo, cuando Estados Unidos decidió retirarse del Plan de Acción Integral Conjunto imponiendo sanciones a Irán. Posteriormente, las noticias de que la OPEP, Rusia y sus socios están sopesando la posibilidad de poner fin a los recortes de producción han impulsado el precio a la baja. La experiencia sugiere que las subidas de los precios del petróleo resultantes de variaciones de la oferta o

de la incertidumbre acerca del abastecimiento futuro han tendido a asociarse a una ralentización de la actividad mundial, mientras que los incrementos determinados por la demanda no han contrarrestado plenamente, en general, el aumento de la demanda global¹. Habida cuenta de que el alza reciente del precio del crudo ha reflejado tanto una demanda mundial resistente como efectos precaución asociados a la incertidumbre sobre el abastecimiento futuro, se considera que el impacto neto de este aumento sobre la economía global ha sido modesto, en líneas generales. No obstante, es probable que la variación de los precios del petróleo tenga algunos efectos distributivos en los distintos países, con una mejora de las perspectivas para los exportadores de petróleo en particular.

De cara al futuro, se espera que el empuje cíclico generalizado sostenga la actividad global en el corto plazo. Pese a la moderación de la actividad observada a principios de año, en el corto plazo, las perspectivas mundiales siguen siendo fundamentalmente firmes, favorecidas por unos fundamentos sólidos. Las economías avanzadas continúan beneficiándose de unas políticas monetarias acomodaticias y, aunque en las últimas semanas se ha observado un endurecimiento de las condiciones financieras, continúan siendo favorables para la economía global. También se prevé que un estímulo fiscal considerable en Estados Unidos, tras los acuerdos alcanzados sobre la reforma tributaria y el aumento del gasto, de impulso al crecimiento mundial. La subida de los precios del petróleo ha moderado ligeramente las perspectivas en los países importadores de esta materia prima. En cambio, se espera que la mejora de la relación real de intercambio contribuya a estabilizar la inversión en muchos países exportadores de crudo a medida que se recuperen de las profundas recesiones. Además, muchas economías emergentes, en particular China y otros países asiáticos orientados a las exportaciones, se están beneficiando de los vientos de cola de la revitalización del comercio mundial.

No obstante, a medio plazo se espera que esta dinámica positiva se desacelere a medida que desaparezca el efecto de los factores cíclicos. Las brechas de producción ya se han cerrado en muchas economías avanzadas, y se prevé que, en los próximos trimestres, la capacidad productiva sin utilizar disminuya en las economías emergentes. Además, el apoyo de la política monetaria se reducirá gradualmente. A tenor de las expectativas, en Estados Unidos el impulso al crecimiento proporcionado por el estímulo fiscal registrará un máximo en 2019, mientras que, en Japón, los efectos de las medidas de estímulo fiscal desaparecerán este año. La transición de China a una senda de menor crecimiento con menos dependencia del crédito y de los estímulos fiscales también afectará a las perspectivas mundiales. A medio plazo, el ritmo de expansión global se situará en tasas inferiores a las registradas antes de la crisis.

En cuanto a la evolución de los distintos países, en Estados Unidos se espera un repunte de la actividad este año. Se prevé que las presiones al alza sobre el crecimiento de los salarios derivadas de las tensiones en el mercado de trabajo, junto con la mejora continuada de la inversión y unas condiciones financieras

¹ Véase el recuadro titulado «Implicaciones globales de los bajos precios del petróleo», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

todavía favorables, sostengan la demanda interna, así como que los cambios de la política fiscal, incluida la reforma tributaria y el acuerdo presupuestario para dos años, den impulso a las perspectivas de crecimiento.

En el Reino Unido, las perspectivas económicas siguen siendo relativamente moderadas en un contexto de incertidumbre relacionada con el proceso de salida de la Unión Europea. Se espera que el crecimiento del PIB real experimente una modesta recuperación tras la débil evolución observada en el primer trimestre de este año. Posteriormente, las perspectivas señalan que el crecimiento será moderado, ya que se prevé que la reducción de la inflación y el repunte del crecimiento de los salarios proporcionen cierto apoyo al consumo privado.

En Japón se prevé una desaceleración gradual de la expansión económica. A corto plazo se espera un repunte de la actividad, tras la débil evolución observada en el primer trimestre, favorecido por la orientación acomodaticia de la política monetaria. A más largo plazo se prevé que el crecimiento se ralentice a medida que desaparezca el efecto del apoyo fiscal y disminuya la capacidad productiva sin utilizar. Los salarios están creciendo con moderación en un contexto de aumento de las tensiones en el mercado de trabajo, lo que se espera que sostenga el gasto de los hogares y contribuya a un ligero aumento de la inflación.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que la actividad económica mantenga su vigor. El crecimiento del PIB se verá respaldado por la solidez de la inversión vinculada a la absorción de fondos de la UE. Además, se espera que la fortaleza del gasto en consumo se vea impulsada por mejoras en el mercado de trabajo.

En China se prevé que la actividad experimente una desaceleración moderada. Recientemente, la producción se ha visto respaldada por la fortaleza del consumo, el apoyo del Gobierno y el buen comportamiento de las exportaciones, que han contrarrestado los efectos de una leve ralentización de la actividad en el mercado de la vivienda en un entorno de menor crecimiento del crédito y de endurecimiento de las condiciones financieras. A más largo plazo se espera que el ritmo de expansión disminuya paulatinamente, en consonancia con la importancia que están concediendo los líderes del país a aceptar un ritmo de crecimiento más lento con el fin de reducir los riesgos y abordar los desequilibrios de la economía.

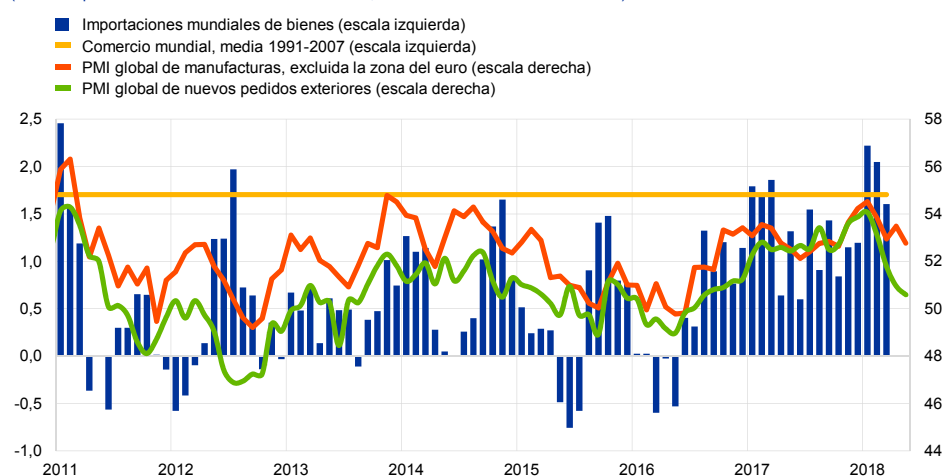
La actividad económica se está fortaleciendo gradualmente en los grandes países exportadores de materias primas. En Rusia, pese a la moderación del ritmo de crecimiento observada en el segundo semestre de 2017, las perspectivas se apoyan en la subida de los precios del petróleo, la disminución de la inflación y la mejora de la confianza empresarial y de los consumidores. A medio plazo se espera una expansión moderada de la actividad económica en un contexto de retos fiscales que afectan al entorno empresarial. En Brasil, las mejoras registradas en el mercado de trabajo y el mantenimiento de una orientación acomodaticia de la política monetaria deberían respaldar el consumo, con un trasfondo de presiones inflacionistas contenidas. La estabilización de los precios de las materias primas y de la relación real de intercambio también debería impulsar la actividad durante el horizonte de proyección. Al mismo tiempo, se espera que la incertidumbre política y

la reversión de unas condiciones financieras externas anteriormente favorables lastren la demanda.

Indicadores recientes sugieren una ligera moderación del dinamismo del comercio mundial en el corto plazo. Según datos del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el crecimiento de las importaciones de mercancías cayó hasta el 1,6 % en marzo (en tasa intertrimestral), después de haber aumentado con fuerza en enero y febrero. Otros indicadores también han apuntado a una ralentización del comercio mundial en los primeros meses de 2018 (véase gráfico 2).

Gráfico 2 Comercio mundial de bienes

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



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2018 (PMI global de manufacturas y PMI global de nuevos pedidos exteriores) y a marzo de 2018 (comercio).

A más largo plazo se espera que las importaciones mundiales experimenten una disminución paulatina, en consonancia con la previsión de desaceleración cíclica de la actividad global. En el pasado, el comercio mundial ha mostrado una prociclicidad pronunciada. Los datos recientes sobre comercio son acordes con esa experiencia: cuando la actividad global se recuperó en 2015 y 2016, el comercio mundial repuntó, creciendo a un ritmo aún más rápido que el producto global. De cara al futuro, a medida que la expansión mundial se modere, se prevé que el crecimiento del comercio mundial también se ralentice. A medio plazo, las proyecciones relativas al comercio están ancladas en torno a la percepción de que las importaciones mundiales aumentarán básicamente en línea con la actividad. Esta valoración es acorde con la evidencia de que el efecto de los factores estructurales de largo plazo que previamente impulsaron el rápido avance del comercio mundial —entre ellos la liberalización del comercio, la reducción de los aranceles y de los costes de transporte, así como la expansión de las cadenas globales de valor— se ha disipado desde la crisis financiera. No obstante, los riesgos han aumentado. En particular, las perspectivas relativas al comercio dependerán de cómo evolucionen las discusiones sobre los aranceles.

En general, se prevé que el crecimiento mundial se mantenga prácticamente estable durante el horizonte de proyección. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2018, el crecimiento mundial del PIB real (excluida la zona del euro) se incrementará desde el 3,8 % en 2017 hasta el 4 % en 2018, y posteriormente descenderá hasta situarse en el 3,9 % y el 3,7 % en 2019 y 2020, respectivamente. La trayectoria que contemplan las proyecciones refleja la ralentización prevista de la actividad en las economías avanzadas y la desaceleración estructural esperada en China, que se verá parcialmente compensada por un ligero aumento del dinamismo en las economías emergentes. A tenor de las proyecciones, la demanda externa de la zona del euro crecerá un 5,2 % en 2018, un 4,3 % en 2019 y un 3,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones de marzo de 2018, el crecimiento del PIB mundial se ha revisado a la baja para 2018 y 2019, reflejando un crecimiento más débil de lo esperado en el corto plazo, mientras que el de la demanda externa de la zona del euro se ha revisado ligeramente al alza para todo el horizonte de proyección, debido a las expectativas de un crecimiento más intensivo en comercio en algunas economías de Europa Central y Oriental.

El balance de riesgos en lo que se refiere a la actividad mundial ha empeorado en las últimas semanas, considerándose que los riesgos están equilibrados en el corto plazo, aunque sesgados a la baja en el medio plazo. Por lo que respecta a los riesgos al alza, el paquete de medidas fiscales de Estados Unidos podría tener un impacto mayor de lo previsto sobre la actividad. Sin embargo, a corto plazo, las perspectivas de un mayor proteccionismo comercial han aumentado, lo que podría tener un impacto significativo sobre la actividad y el comercio mundiales. Otros riesgos a la baja están relacionados con la posibilidad de que se produzca un nuevo endurecimiento de las condiciones financieras a escala global, perturbaciones asociadas al proceso de reformas en China y la incertidumbre geopolítica asociada, en particular, a los riesgos relacionados con el Brexit.

Evolución mundial de los precios

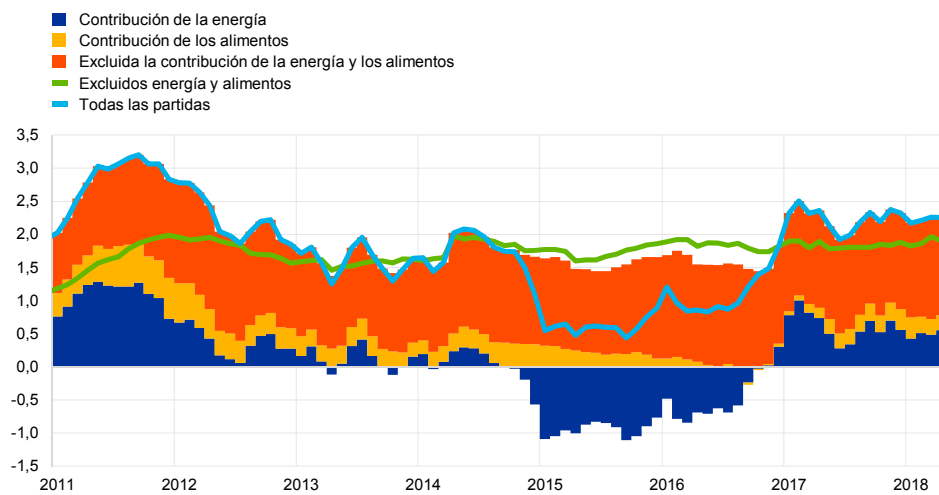
La inflación mundial medida por los precios de consumo se ha mantenido básicamente estable en los últimos meses. En los países de la OCDE, la inflación aumentó hasta el 2,3 % en abril. Si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE se redujo ligeramente y se situó en el 1,9 % (véase gráfico 3). Al mismo tiempo, pese a las tensiones observadas en los mercados de trabajo de las economías avanzadas, las presiones salariales continúan estando relativamente contenidas.

De cara al futuro se espera que la inflación mundial aumente en el corto plazo. Está previsto que, a corto plazo, la inflación se incremente, tras el acusado repunte de los precios del petróleo. Sin embargo, la actual curva de futuros sobre el petróleo anticipa que, posteriormente, los precios del crudo disminuirán durante el horizonte de proyección, apuntando a una contribución negativa de los precios energéticos a la inflación. No obstante, se espera que la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global sostenga la inflación subyacente.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: OCDE.

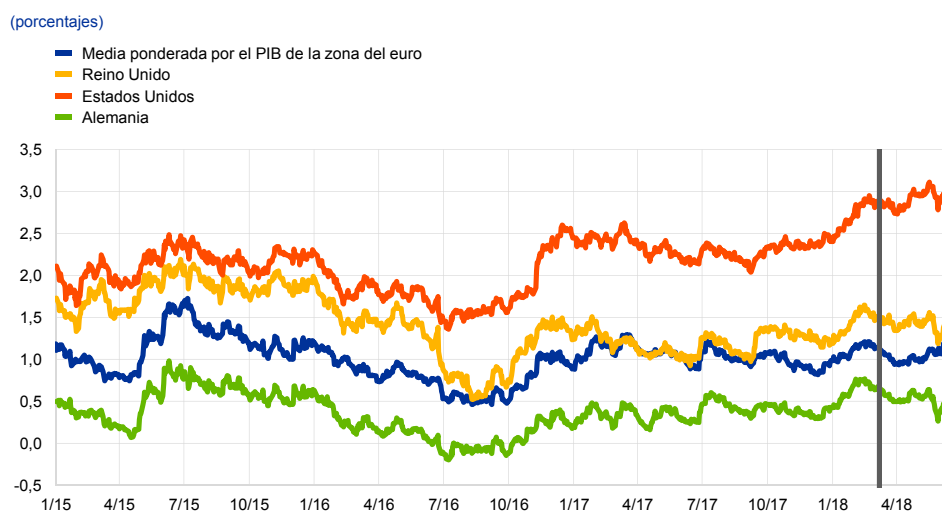
Nota: La última observación corresponde a abril de 2018.

2 Evolución financiera

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2018, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro han disminuido. El repunte de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se vio contrarrestado por el descenso de los tipos reales. Los diferenciales de la deuda soberana han mostrado una volatilidad considerable desde la segunda mitad de mayo, en un contexto de incertidumbre política en Italia. Las fluctuaciones en los mercados de deuda pública se han extendido a otros segmentos de mercado en cierta medida y la volatilidad en los mercados bursátiles ha aumentado. Los precios de las acciones y de los bonos del sector financiero de la zona del euro se han reducido, mientras que el impacto sobre otros segmentos de mercado ha sido limitado. Al mismo tiempo, las cotizaciones bursátiles de las sociedades no financieras de la zona del euro se han incrementado, reflejando las sólidas perspectivas de beneficios empresariales. En los mercados de divisas, el euro se ha depreciado en términos efectivos nominales.

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se han incrementado en la zona del euro y en Estados Unidos (véase gráfico 4). Durante el período de referencia (del 8 de marzo al 13 de junio), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB aumentó en 11 puntos básicos, hasta situarse en el 1,20 %. Del mismo modo, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos registró una subida de 11 puntos básicos y se situó en el 2,97 %, con lo que su diferencial frente al rendimiento correspondiente de la zona del euro alcanzó niveles históricamente elevados.

Gráfico 4
Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de marzo de 2018). La última observación corresponde al 13 de junio de 2018.

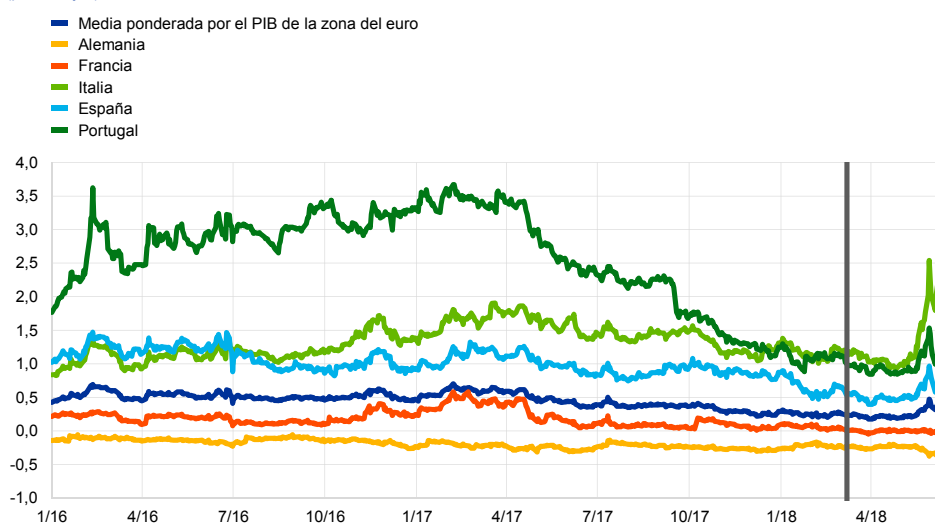
Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo swap del eonia libre de riesgo han mostrado volatilidad y, en general, han aumentado desde principios de marzo.

Tras experimentar fluctuaciones relativamente moderadas durante la primera parte del período analizado, los diferenciales de la deuda soberana de Italia se ampliaron de forma sustancial después del 15 de mayo, cuando los mercados conocieron los detalles del borrador del programa propuesto por el nuevo Gobierno (véase gráfico 5). Desde entonces, se ha mantenido la volatilidad de las condiciones en los mercados de deuda soberana y los diferenciales soberanos de Italia se han situado considerablemente por encima de los niveles registrados en abril. Los mercados de deuda pública de otros países de la zona del euro también se han visto afectados en distinta medida. En conjunto, desde el 8 de marzo, la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años ha aumentado en 17 puntos básicos, hasta situarse en 40 puntos básicos el 13 de junio.

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 a diez años del rendimiento de la deuda soberana. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de marzo de 2018). La última observación corresponde al 13 de junio de 2018.

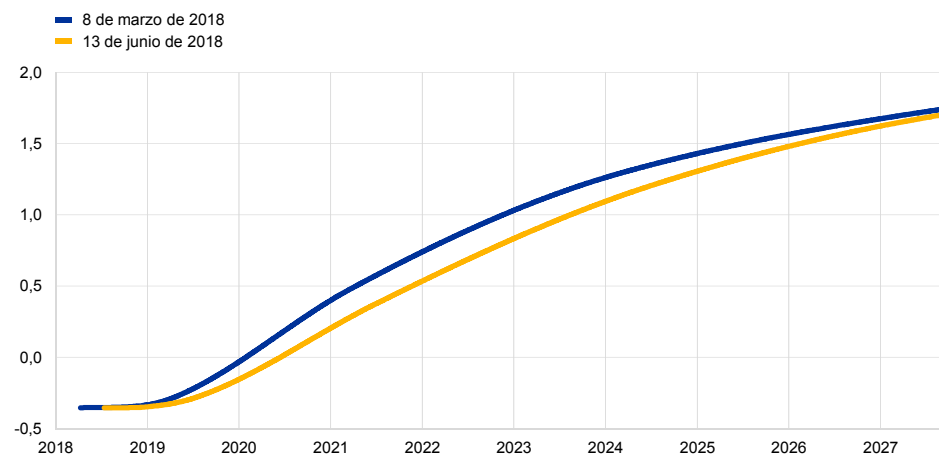
La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se desplazó a la baja durante el período analizado. La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2020, lo que refleja las expectativas de los mercados de un período prolongado de tipos negativos (véase gráfico 6).

El eonia se situó, en promedio, en -36 puntos básicos durante el período considerado. El exceso de liquidez aumentó ligeramente, alrededor de 17 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.903 mm de euros, debido a las adquisiciones de valores realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema. La situación de liquidez se analiza con más detalle en el recuadro 1.

Gráfico 6

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



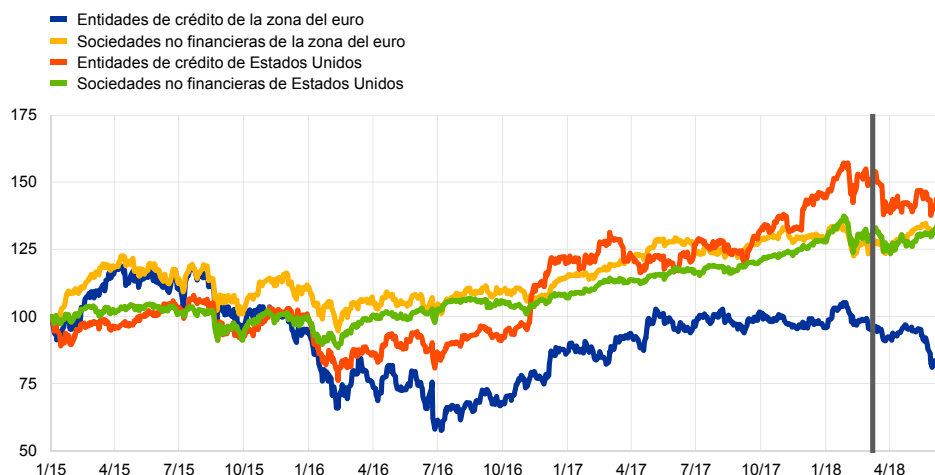
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Los índices bursátiles del sector no financiero de la zona del euro anotaron subidas durante el período analizado, mientras que los del sector financiero experimentaron una caída notable, principalmente a raíz de las recientes tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona. La volatilidad de los mercados de renta variable de la zona del euro aumentó en marzo y de nuevo hacia finales de mayo, en un contexto de persistentes fluctuaciones en los mercados de deuda soberana (véase gráfico 7). Sin embargo, esta volatilidad se mantuvo por debajo de los niveles observados en febrero, mes en el que se produjo una corrección al percibir los mercados un incremento de la inflación. Durante el período analizado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro subieron en torno al 2 %. En conjunto, las sólidas perspectivas de beneficios empresariales continúan sustentando las cotizaciones de la zona del euro, evidenciando un entorno macroeconómico favorable en la zona. Las tensiones de los mercados de deuda soberana afectaron a las cotizaciones del sector financiero y se tradujeron en un descenso de alrededor del 12 % durante el período de referencia. Con este trasfondo, en Estados Unidos los precios de las acciones de las sociedades no financieras se incrementaron en torno al 1 %, mientras que los correspondientes al sector financiero se redujeron en un 5 %.

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de marzo de 2018). La última observación corresponde al 13 de junio de 2018.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras se vieron menos afectados por las recientes tensiones observadas en los mercados de deuda soberana.

Desde finales de abril, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras con respecto al tipo libre de riesgo experimentó un incremento de 23 puntos básicos, hasta situarse en 58 puntos básicos (véase gráfico 8). Los diferenciales de la deuda del sector financiero aumentaron algo más, ampliando así el diferencial unos 32 puntos básicos. Sin embargo, los diferenciales de los valores de renta fija privada se mantienen considerablemente por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de marzo de 2018). La última observación corresponde al 13 de junio de 2018.

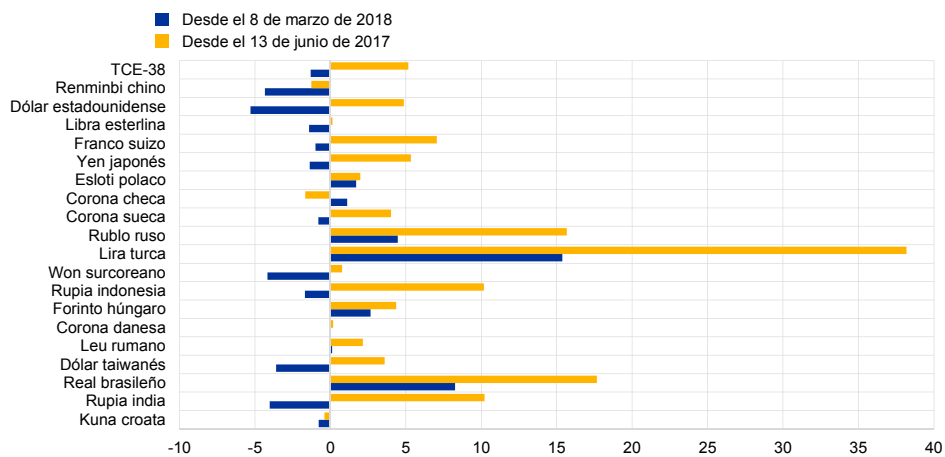
En los mercados de divisas, el euro se debilitó ligeramente en cifras

ponderadas por el comercio (véase gráfico 9). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 1,3 %. Esta evolución reflejó mayoritariamente un debilitamiento del euro frente a las principales monedas, en particular el dólar estadounidense (-5,3 %) y el renminbi chino (-4,3 %), y revirtió en parte la apreciación que experimentó desde junio de 2017. El euro se depreció también frente a la libra esterlina (-1,4 %), el yen japonés (-1,4 %) y el franco suizo (-1 %). La depreciación frente a las monedas de los socios comerciales más importantes de la zona del euro se vio solo parcialmente compensada por un marcado fortalecimiento del euro frente a las monedas de algunas economías emergentes, entre las que destacan la lira turca (15,4 %), el real brasileño (8,3 %) y el rublo ruso (4,5 %), además de un fortalecimiento más moderado frente a las divisas de algunos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 9

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: «TCE-38» se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 13 de junio de 2018.

3 Actividad económica

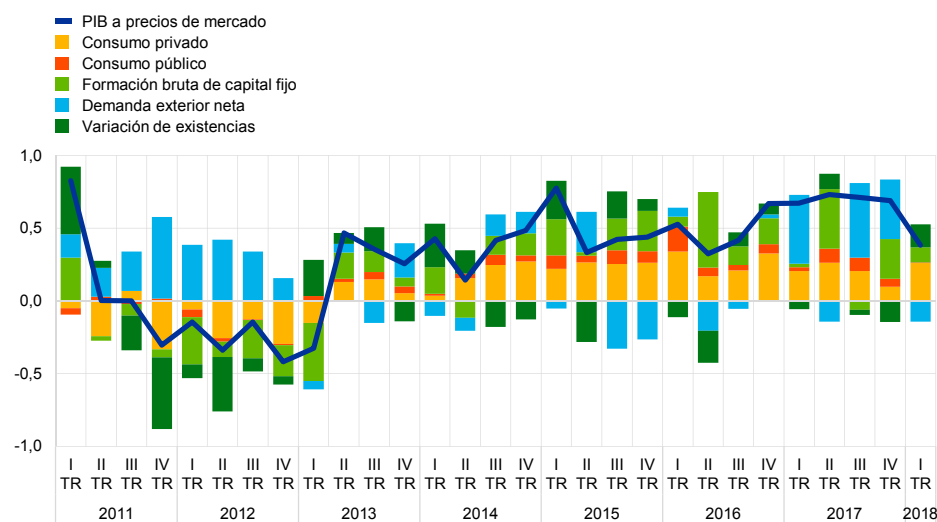
Aunque los datos y los indicadores recientes han sido peores de lo esperado, la expansión económica de la zona del euro continúa siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores, tras un período con tasas de crecimiento muy superiores al crecimiento potencial. El avance del PIB real de la zona del euro se sustenta principalmente en el crecimiento del consumo privado y de la inversión. Los resultados de las encuestas más recientes y los últimos datos disponibles apuntan a un dinamismo más moderado, aunque todavía vigoroso, a corto plazo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,1 % en 2018, el 1,9 % en 2019 y el 1,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2018, las perspectivas de avance del PIB real se han revisado a la baja para 2018 y se mantienen inalteradas para 2019 y 2020.

En el primer trimestre de 2018, el crecimiento se moderó, pero continuó siendo sólido y generalizado en los distintos países de la zona del euro. El PIB real aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del año, después de registrar un avance del 0,7 % en el trimestre anterior (véase gráfico 10). La desaceleración del crecimiento a principios del año parece haber estado relacionada con factores transitorios, así como con factores cíclicos de naturaleza más permanente (véase recuadro 2). La demanda interna (especialmente el consumo privado y la inversión en capital fijo) siguió siendo el principal motor de la expansión en el primer trimestre de 2018. La variación de existencias contribuyó positivamente al avance del PIB real en el citado trimestre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue negativa. En cuanto a la producción, la actividad económica se vio favorecida fundamentalmente por el sólido crecimiento de la construcción y los servicios, al tiempo que el valor añadido de la industria (excluida la construcción) experimentó una ligera contracción.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuente: Eurostat.

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

El crecimiento del empleo mantuvo su pujanza en el primer trimestre del año.

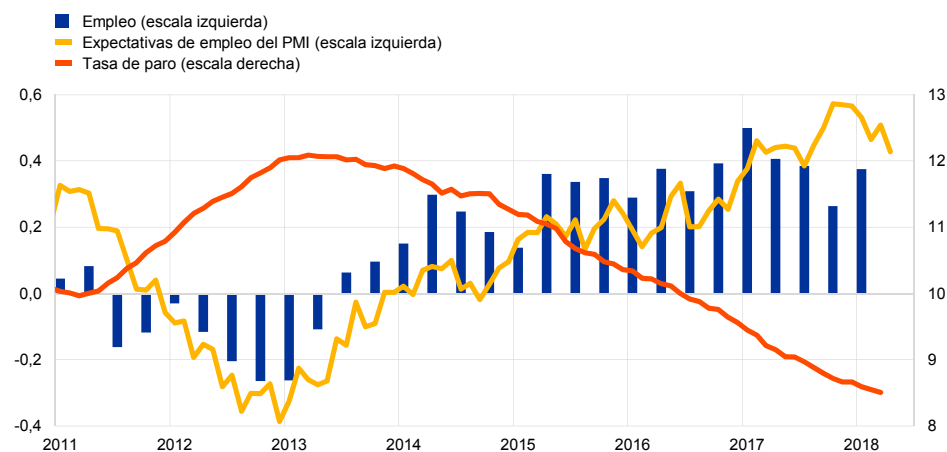
En el primer trimestre de 2018, el empleo aumentó de nuevo, un 0,4 % en tasa intertrimestral (véase gráfico 11), y se sitúa un 1,9 % por encima del máximo anterior a la crisis, alcanzado en el primer trimestre de 2008. El empleo creció en la mayoría de los países de la zona del euro y el avance fue generalizado en los distintos sectores. Con este último incremento, en términos acumulados, el empleo en la zona del euro ha aumentado en 8,4 millones de personas, desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2013. La fuerte expansión del empleo observada durante la recuperación fue acompañada de un número prácticamente estable de las horas medias trabajadas, que sobre todo refleja el impacto de diversos factores estructurales (como la gran proporción de trabajadores a tiempo parcial sobre el empleo total y otros efectos de composición).

Los indicadores de corto plazo apuntan a que el mercado de trabajo mantuvo su fortaleza en el segundo trimestre de 2018. La tasa de paro de la zona del euro siguió descendiendo y se situó en el 8,5 % en abril, el nivel más bajo desde diciembre de 2008. Este descenso fue generalizado en los distintos grupos de edad, en ambos sexos y en términos de duración del desempleo. Los indicadores de opinión han registrado cierta moderación desde niveles muy elevados, pero siguen señalando un crecimiento continuado del empleo en el segundo trimestre de 2018. En este contexto, se observan más señales de escasez de mano de obra en algunos países y sectores.

Gráfico 11

Empleo, expectativas de empleo del PMI y desempleo en la zona del euro

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice PMI está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2018 para el empleo, a mayo de 2018 para el índice PMI y a abril de 2018 para la tasa de paro.

La evolución del consumo privado sigue estando impulsada por la recuperación del mercado de trabajo y por el fortalecimiento de los balances de los hogares. En el primer trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento algo más débil en el último trimestre de 2017. La evolución reciente del comercio minorista y de las matriculaciones de automóviles plantea riesgos negativos. Sin embargo, desde una perspectiva de más largo plazo, el incremento de las rentas del trabajo está respaldando el sólido dinamismo subyacente del gasto en consumo, que se refleja también en la elevada confianza de los consumidores. Además, el fortalecimiento de los balances de los hogares sigue siendo un factor importante para un crecimiento sostenido del consumo, ya que la solvencia de los hogares es un determinante clave de su acceso al crédito.

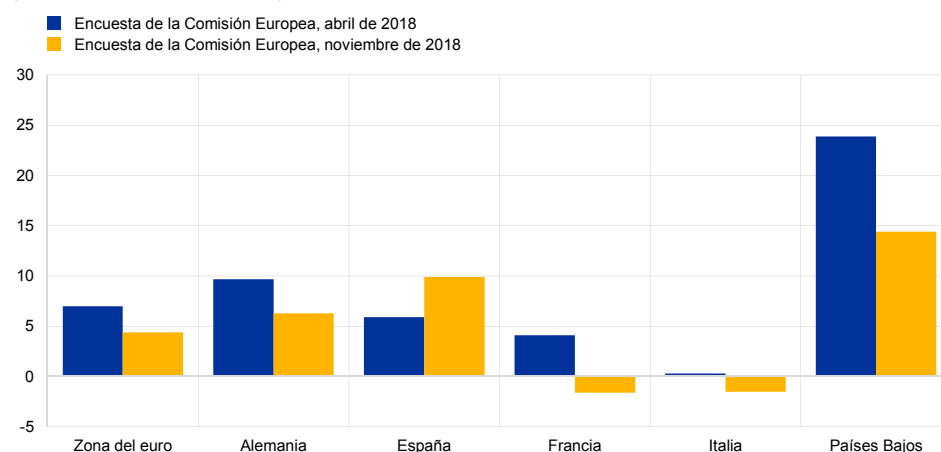
Se espera que la actual recuperación de los mercados de la vivienda continúe impulsando el crecimiento. La inversión residencial se incrementó un 1,2 % en el primer trimestre de 2018, reflejando la continuación de la recuperación en muchos países de la zona del euro y en la zona en su conjunto. Los indicadores de coyuntura y los resultados de las encuestas publicados recientemente señalan un impulso positivo pero en fase de desaceleración. La producción del segmento de construcción de edificios registró su tercera caída consecutiva en marzo, retrocediendo un 0,3 % en tasa intermensual. En cambio, los índices de directores de compras (PMI) de producción de la construcción aumentaron en mayo, con lo que el actual período de expansión ya se prolonga un año y medio, y se observa un patrón similar en el índice PMI relativo a la producción de viviendas. El indicador de confianza de la construcción (segmento de construcción de edificios) de la Comisión Europea experimentó un avance en mayo. Tanto los índices PMI como el indicador de confianza permanecen claramente por encima de sus medias de largo plazo.

Se prevé que la inversión empresarial continúe creciendo, respaldada por las favorables expectativas de beneficios, la solidez de la demanda y unas

condiciones de financiación acomodaticias. Según las cuentas sectoriales de la zona del euro del cuarto trimestre de 2017, los márgenes empresariales (medidos como la ratio entre el excedente neto de explotación y el valor añadido) se mantuvieron en niveles altos. Además, las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro todavía son elevadas. Asimismo, la creciente utilización de la capacidad productiva, el incremento de los pedidos en el sector de bienes de equipo y la fortaleza de la confianza y de la demanda señalan, en general, que la inversión ha mantenido su dinamismo. Los datos procedentes de la última encuesta de inversiones industriales de la Comisión Europea, realizada en abril de 2018, apuntan a unas expectativas de fuerte crecimiento de la inversión real en manufacturas en la zona del euro, del 7 % en 2018, lo que representa una revisión al alza con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo en noviembre de 2017. Se espera que la inversión aumente en 2018 en la mayoría de los grandes países de la zona del euro y en la zona en su conjunto (véase gráfico 12).

Gráfico 12
Planes de inversión industrial real en 2018

(Volúmenes; tasas de variación anual)



Fuente: Encuesta de inversiones industriales de la Comisión Europea.

El avance de las exportaciones de la zona del euro se debilitó en el primer trimestre de 2018. Tras registrar una expansión sostenida en la segunda mitad de 2017, el crecimiento de las exportaciones totales en términos reales se redujo un 0,4 % en el primer trimestre de 2018. Esta desaceleración estuvo determinada principalmente por las exportaciones de bienes, que descendieron un 0,6 % en tasa intertrimestral. La disminución de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro en febrero y en marzo se dejó sentir en numerosos países de destino. Los indicadores de opinión sobre los nuevos pedidos del sector manufacturero mundial y de la zona del euro confirman una evolución más moderada de las exportaciones en el segundo trimestre.

Los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes muestran mayor debilidad, aunque siguen siendo acordes con un crecimiento económico sólido y generalizado. La producción industrial (excluida la construcción) cayó en abril. Este descenso fue bastante generalizado en los

distintos sectores y en los países más grandes de la zona del euro. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto de producción retrocedieron durante el primer trimestre y siguieron descendiendo en abril y en mayo, aunque a un ritmo algo más lento. Con todo, ambos se mantienen por encima de sus medias de largo plazo.

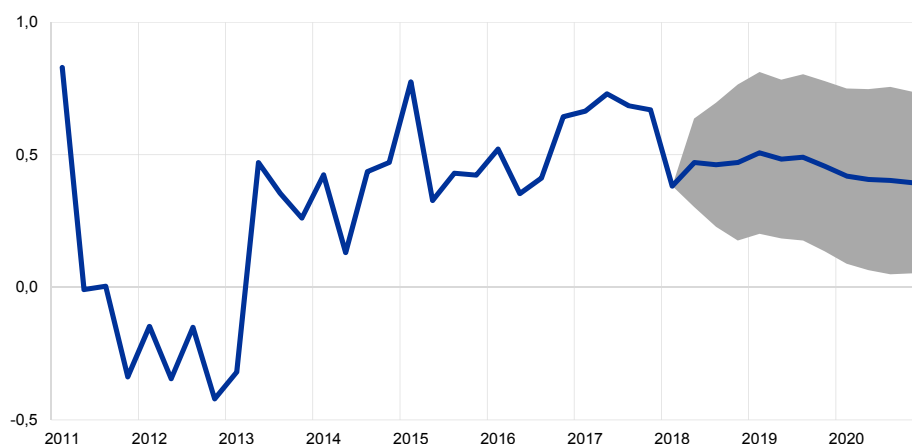
Se espera que el actual crecimiento económico sólido y generalizado continúe. Las medidas de política monetaria del BCE, que han facilitado el proceso de desapalancamiento, siguen sosteniendo la demanda interna. El consumo privado se sustenta en la mejora continuada del empleo, que, a su vez, se debe en cierta medida a las reformas acometidas anteriormente en los mercados de trabajo, y en el aumento de la riqueza de los hogares. La inversión empresarial se ve favorecida por unas condiciones de financiación benignas, la mejora de la rentabilidad de las empresas y la fortaleza de la demanda. La inversión en vivienda sigue siendo sólida. Asimismo, se espera que el incremento generalizado de la demanda internacional continúe, proporcionando impulso a las exportaciones de la zona del euro. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se mantienen, en general, equilibrados. No obstante, la incertidumbre relacionada con factores globales, entre ellos la amenaza de un aumento del proteccionismo, ha adquirido mayor relevancia. Además, es necesario vigilar el riesgo de persistencia de un alto grado de volatilidad en los mercados financieros.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,1 % en 2018, el 1,9 % en 2019 y el 1,7 % en 2020 (véase gráfico 13). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2018, la proyección de crecimiento del PIB real se ha revisado a la baja para 2018 y se mantiene inalterada para 2019 y 2020.

Gráfico 13

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 14 de junio de 2018.

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

4 Precios y costes

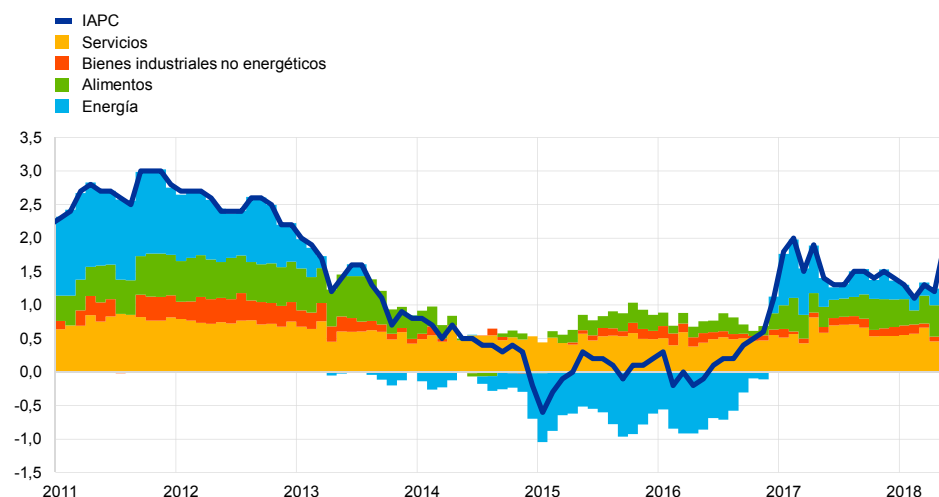
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro aumentó hasta situarse en el 1,9 % en mayo de 2018, desde el 1,2 % registrado en abril. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual fluctúen en torno al nivel actual durante el resto del año. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen, en general, contenidos, han aumentado desde los mínimos registrados anteriormente. Las presiones de costes de origen interno están intensificándose, en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva, de tensiones en los mercados de trabajo y de crecimiento de los salarios. La incertidumbre acerca de las perspectivas de inflación está disminuyendo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente repunte hacia finales de año y que, a partir de entonces, suba de forma gradual a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica, por la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y por el mayor crecimiento de los salarios. Este análisis se refleja también ampliamente en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 1,7 % en 2018, 2019 y 2020, y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en el 1,1 %, el 1,6 % y el 1,9 %, respectivamente.

La inflación general aumentó considerablemente en mayo. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro repuntó con fuerza, pasando del 1,2 % registrado en abril al 1,9 % en mayo de 2018, la tasa más elevada desde abril de 2017 (véase gráfico 14). El incremento de mayo mostró la mayor contribución de las tasas de variación de los precios de los servicios y de los alimentos, y, en particular, de la energía. El avance de la inflación de la energía reflejó un fuerte ascenso intermensual de los precios de este componente, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo, y un efecto de comparación al alza.

Gráfico 14

Contribución de los componentes de 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 mayo de 2018 (estimaciones de avance).

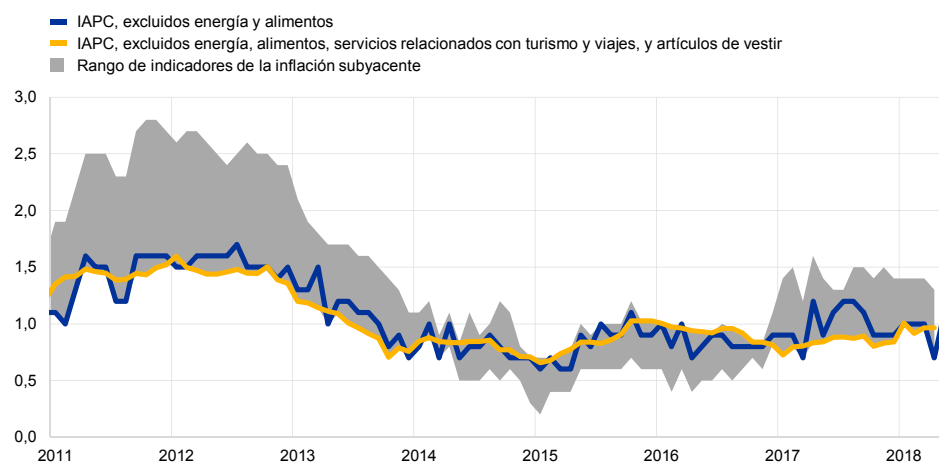
Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido, en general, contenidos, pero han aumentado desde los mínimos registrados anteriormente.

Después de situarse en el 1 % durante tres meses consecutivos, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta el 0,7 % en abril, aunque posteriormente repuntó y se situó en el 1,1 % en mayo, según la estimación de avance (véase gráfico 15). Este patrón reflejó principalmente la volatilidad causada por la variación en las fechas de Semana Santa. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir —estos dos últimos componentes tienden a verse influidos por efectos de calendario y por las fechas de las rebajas—, permaneció relativamente estable en abril (el último mes para el que se disponía de esta desagregación). En conjunto, al margen de la volatilidad observada en los últimos meses, los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido estables en general, pero se han incrementado con respecto a los bajos niveles registrados en 2016.

Gráfico 15

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media truncada al 10 %; la media truncada al 30 %, y la mediana ponderada del IAPC. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2018 (IAPC, excluidos la energía y los alimentos: estimación de avance) y a abril de 2018 (resto de los indicadores).

La intensificación de las presiones de costes de origen interno contrarrestó en gran medida la creciente presión a la baja ejercida por la anterior apreciación del tipo de cambio sobre la inflación de los precios de los bienes no energéticos. El impacto de la anterior apreciación del tipo de cambio efectivo del euro ha quedado patente en el descenso de la tasa de avance de los precios de importación². Sin embargo, en términos interanuales, los precios de importación de bienes de consumo no alimenticio procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro registraron una disminución adicional tan solo ligera, y, en abril de 2018, se situaron en el -2 % (frente al -1,9 % de marzo). La tasa de variación de los precios de importación de los bienes intermedios, que señala presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción interna, mejoró levemente, hasta situarse en el -0,8 % en abril, desde el -1,5 % de marzo. A diferencia de la inflación de los precios de importación, la tasa de avance de los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio mantuvo su resistencia frente a la presión a la baja derivada de la anterior apreciación del tipo de cambio del euro, lo que probablemente refleje el incremento de las presiones de costes de origen interno y de la capacidad para fijar precios en un entorno de sólido crecimiento económico. La inflación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo estable en el 0,5 % entre febrero y abril de 2018, frente a las tasas de alrededor del 0,2 % observadas en el segundo semestre de 2017. Por lo que respecta a los precios de consumo, el ritmo de avance del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC disminuyó desde el 0,3 % de abril hasta el 0,2 % de mayo. Esta tasa fue más baja que las observadas a principios de año, pero la evolución puede atribuirse, en parte, a la fuerte volatilidad de las tasas de inflación

² Para más información, véase el recuadro titulado «El seguimiento de la transmisión del tipo de cambio a la inflación», en este Boletín Económico.

interanual del subcomponente de artículos de vestir y calzado, debido parcialmente a la variación del perfil estacional de las rebajas en los últimos años.

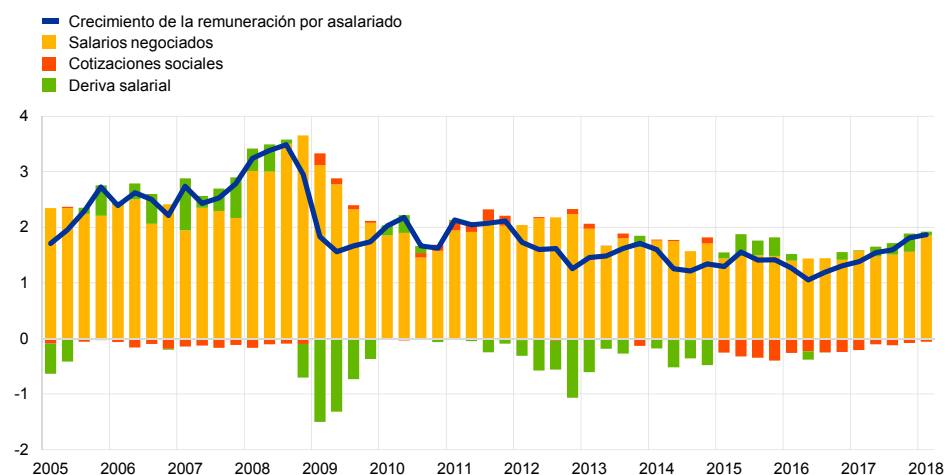
La evolución reciente de los datos sobre el crecimiento de los salarios señala una tendencia continuada al alza y corrobora la acumulación gradual de presiones internas de costes.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue del 1,9 % en el primer trimestre de 2018, frente al 1,8 % del cuarto trimestre de 2017, y ahora es considerablemente superior a la registrada en el primer semestre de 2016 (véase gráfico 16). Este incremento refleja el aumento del crecimiento interanual de los salarios negociados (que se situó en el 1,9 % en el primer trimestre de 2018, frente al 1,6 % del cuarto trimestre de 2017), y los convenios colectivos acordados recientemente en los países de la zona del euro refuerzan la expectativa de un nuevo repunte de los salarios. En conjunto, el reciente avance de los salarios refleja la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, al empezar a desaparecer otros factores que lastraban su crecimiento, entre ellos, la baja inflación registrada anteriormente y la perduración de los efectos de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis.

Gráfico 16

Contribución de los componentes de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido prácticamente sin variación.

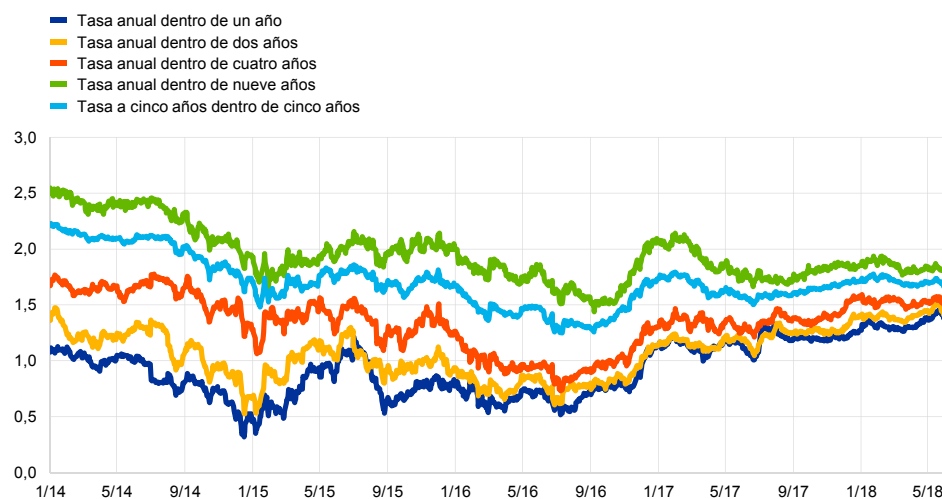
El 12 de junio de 2018, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,74 %, básicamente sin cambios con respecto al nivel observado a finales de abril (véase gráfico 17). El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de inflación reducida, y un retorno solo muy gradual hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. La probabilidad neutral al riesgo de que la inflación media sea negativa en los cinco próximos años, implícita en los mercados de opciones de inflación, no es significativa y sugiere que en la actualidad los mercados consideran que el riesgo de deflación es muy bajo. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión

económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2018, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron básicamente estables, en el 1,9 %. Este fue también el resultado de las últimas encuestas de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

Gráfico 17

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 12 de junio de 2018.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2018, la inflación medida por el IAPC se mantendrá estable en el 1,7 % en cada año del horizonte de proyección (véase gráfico 18)³. El perfil de la proyección relativa a la inflación oculta una evolución

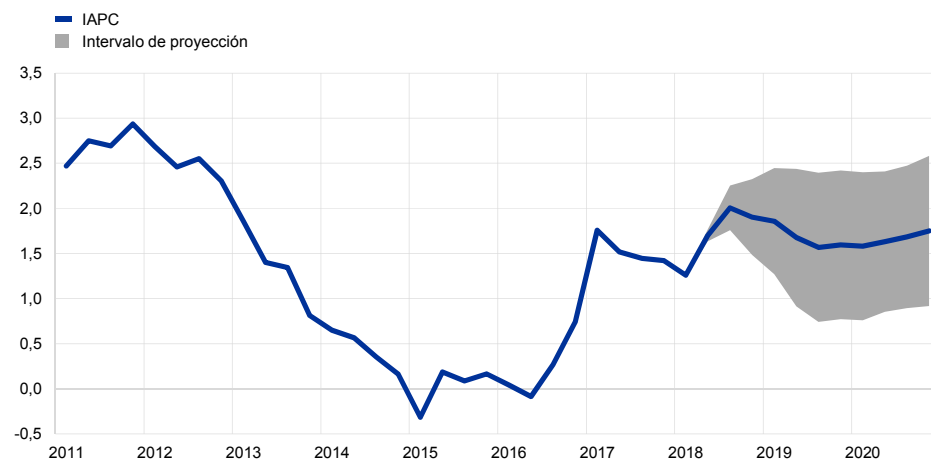
antagónica: un incremento gradual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos —que se espera que avance del 1,1 % en 2018 al 1,6 % en 2019 y el 1,9 % en 2020—, y una menor contribución de la tasa de variación de los precios de la energía, partiendo del supuesto técnico de que los precios del petróleo evolucionarán en consonancia con la curva de futuros sobre el petróleo. El aumento esperado de las presiones inflacionistas subyacentes refleja, en particular, las crecientes tensiones en los mercados de trabajo y las consiguientes presiones salariales, especialmente en algunos países. En un entorno de crecimiento vigoroso, es probable que esa elevación de los costes laborales se transmita a los precios de consumo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018, la inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales para 2018 y 2019, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo y de las ligeras revisiones al alza del crecimiento de la remuneración por asalariado.

³ Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 14 de junio de 2018.

Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 14 de junio de 2018.

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

5 Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio ha ido disminuyendo gradualmente desde el cuarto trimestre de 2017, en el contexto de reducción de las adquisiciones netas mensuales realizadas en el marco del programa de compra de activos. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos al sector privado continuó en una senda de moderada expansión, sustentado en gran medida por la transmisión de las medidas de política monetaria aplicadas desde junio de 2014. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras se moderó ligeramente en el primer trimestre de 2018.

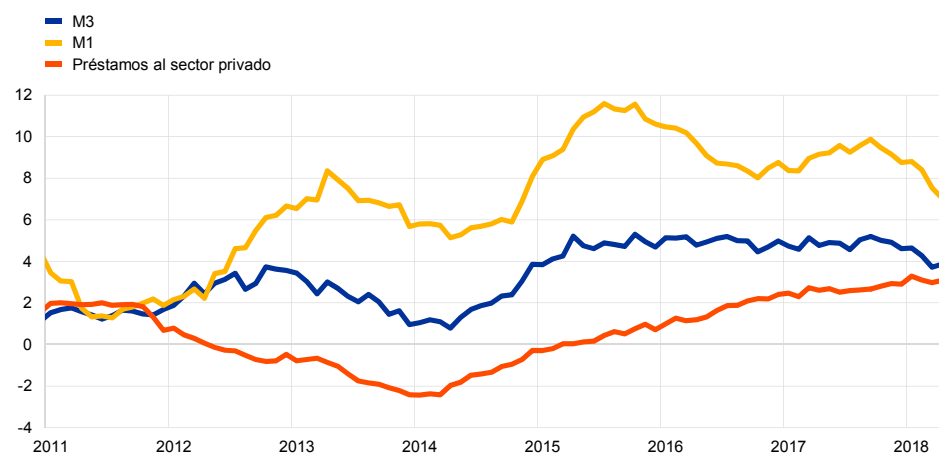
El crecimiento de M3 ha ido disminuyendo gradualmente desde el cuarto trimestre de 2017, en el contexto de reducción de las compras netas mensuales de activos. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 3,9 % en abril de 2018, frente al 3,7 % de marzo y al 4,3 % de febrero (véase gráfico 19). En marzo y en abril, la evolución de este agregado también estuvo determinada por efectos de comparación, que generaron una ligera volatilidad en las tasas de crecimiento interanual. La reducción de las compras netas de activos (de 80 mm de euros a 60 mm de euros en abril de 2017 y, posteriormente, a 30 mm de euros en enero de 2018) ha tenido un impacto positivo menor en el crecimiento de M3, ya que tanto el incremento de los depósitos de los vendedores (siempre que estos pertenezcan al sector tenedor de dinero) como los efectos de la recomposición de carteras han tendido a ser menos pronunciados⁴. Asimismo, el impacto de las medidas de política monetaria del BCE, el sólido crecimiento económico y el bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos continuaron respaldando el crecimiento del agregado monetario amplio. Aunque la tasa de crecimiento interanual de M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, disminuyó de nuevo —hasta el 7 %— en abril (desde el 7,5 % de marzo), siguió contribuyendo significativamente al avance del agregado monetario amplio.

⁴ Véase, por ejemplo, el artículo titulado «The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

Gráfico 19

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

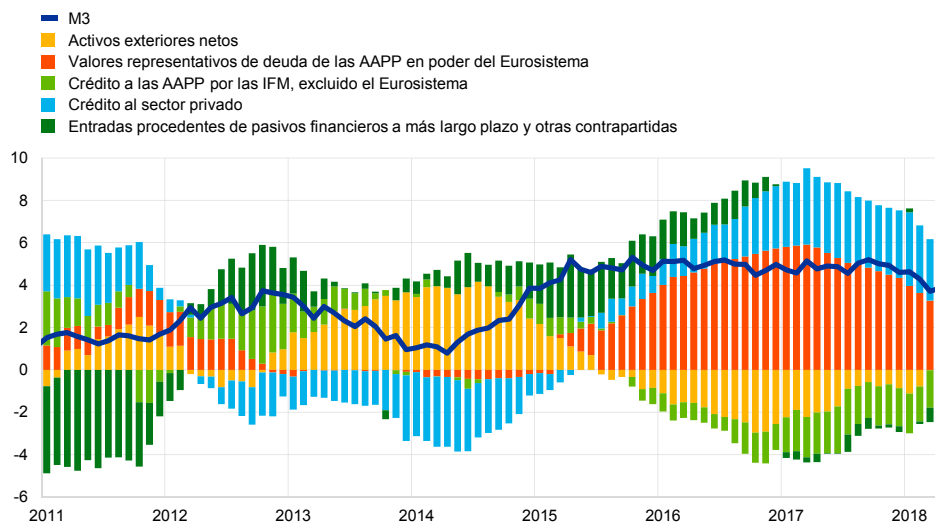
Los depósitos a la vista volvieron a ser el componente que más contribuyó al crecimiento de M3. Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras continuó siendo sólida en abril (el 8,4 % en ambos casos). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las instituciones financieras no monetarias, más volátil, se redujo de nuevo. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo contenida, lo que indica que no existe una tendencia en el sector tenedor de dinero a sustituir los depósitos por efectivo en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron afectando de forma adversa al agregado M3. La tasa de variación interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, volvió a ser negativa en abril. Esta evolución obedeció principalmente a la contribución negativa de las participaciones en fondos del mercado monetario, que refleja el escaso atractivo de la remuneración actual de estos instrumentos.

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 20). En lo que respecta a las contrapartidas, la aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema volvió a disminuir (véanse las partes rojas del gráfico 20), en el contexto de reducción de las adquisiciones netas mensuales en el marco del programa de compra de activos. Esta disminución se vio ampliamente compensada por la mayor contribución del crédito al sector privado (véanse las partes azules del gráfico 20), que incluye los préstamos otorgados por las IFM a este sector 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 la provisión de crédito mediante las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa

de compras de bonos corporativos. La persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM en poder de residentes en la zona del euro distintos de IFM contribuyó positivamente al crecimiento de M3 (se incluyen junto a otras contrapartidas en las partes de color verde oscuro de las barras del gráfico 20). Esta evolución está relacionada con la sustitución de las fuentes de financiación por fondos más atractivos procedentes de las TLTRO y las compras de bonos garantizados por parte del Eurosistema en el marco del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados. Las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, contribuyeron al crecimiento interanual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, y frenaron, por tanto, el crecimiento de M3 (véanse las partes de color verde claro de las barras del gráfico 20). Por último, el flujo interanual de los activos exteriores netos de las IFM fue prácticamente nulo, reflejando una reducción de las ventas de deuda pública por parte de no residentes en la zona del euro (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 20).

Gráfico 20 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas IFM, de la zona del euro. Por lo tanto, incluye las tenencias de valores representativos de deuda del Eurosistema adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La última observación corresponde a abril de 2018.

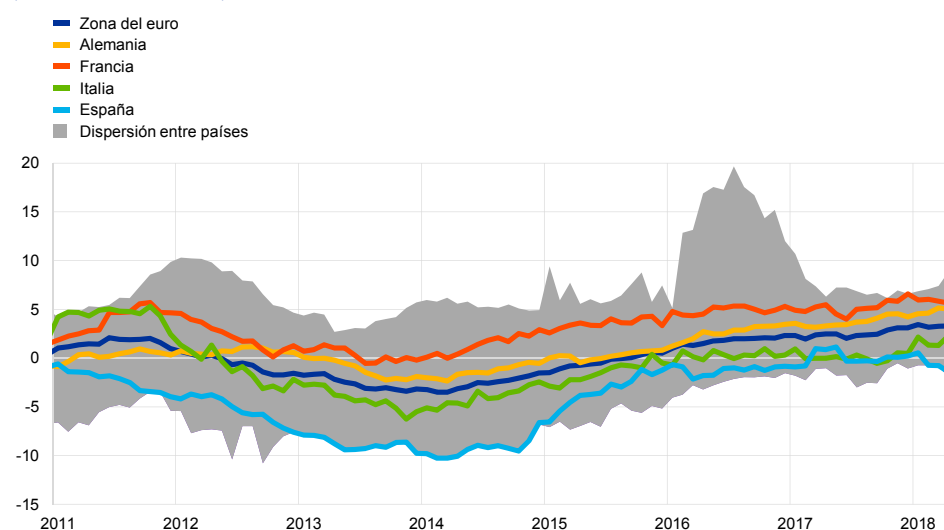
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado continuó en una senda de moderada expansión. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) fue del 3,1 % en abril, frente al 3 % de marzo (véase gráfico 19). Por sectores, el ritmo de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras se mantuvo estable en el 3,3 % en abril, habiéndose recuperado significativamente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014 (véase gráfico 21). El aumento de estos préstamos, aunque moderado, se sustenta en las condiciones de financiación muy favorables y en la sólida expansión de la inversión empresarial. La

tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo sin variación en el 2,9 % en abril (véase gráfico 22). Este resultado se apoya en las favorables condiciones de financiación, la mejora de los mercados de trabajo, el fortalecimiento de los mercados de vivienda y el crecimiento de la inversión residencial y del consumo privado. No obstante, el crecimiento total de los préstamos continuó siendo heterogéneo entre países. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, en la mejora de su rentabilidad y en la reducción de los préstamos dudosos, aunque el nivel de estos últimos sigue siendo elevado en algunos países y puede continuar afectando a su capacidad para conceder crédito⁵.

Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

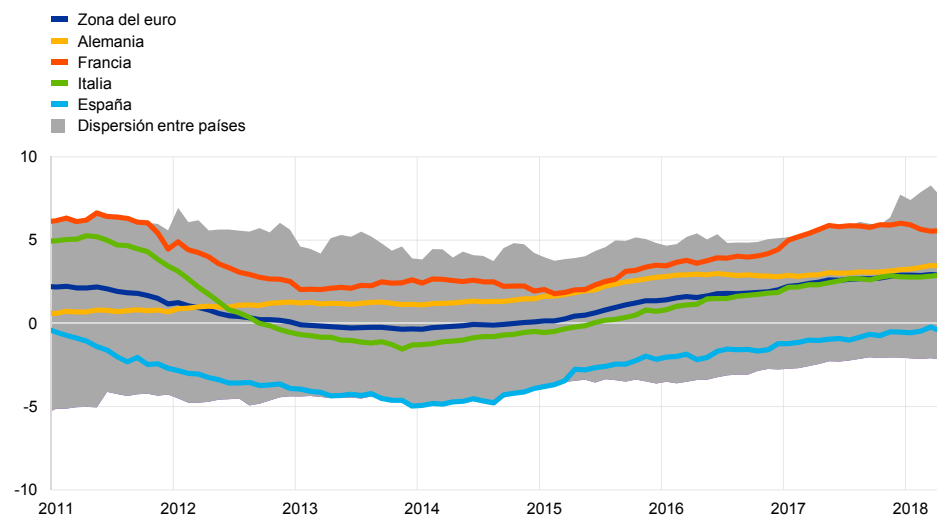
Notas: Ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a abril de 2018.

⁵ Véase también la sección 3 de *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2018.

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

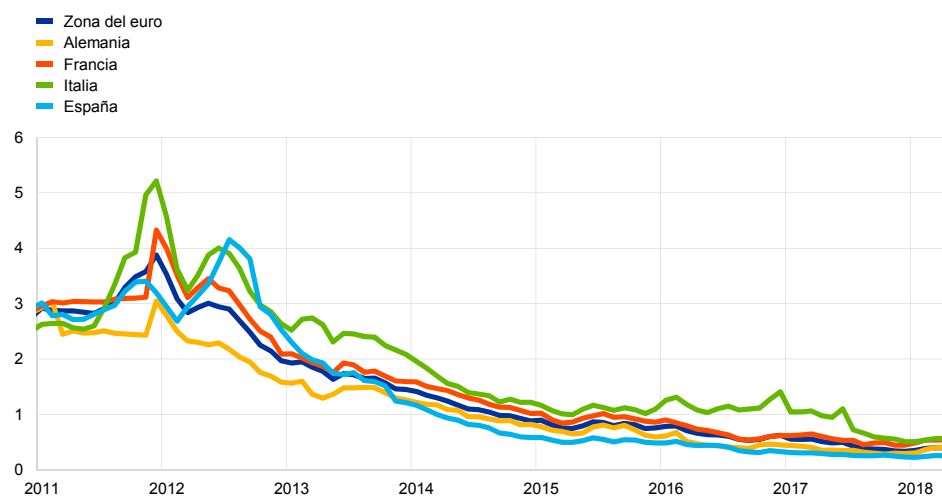
Las condiciones de financiación de las entidades de crédito permanecieron próximas a los mínimos históricos observados en diciembre de 2017. El

coste sintético de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro mediante deuda se mantuvo prácticamente sin variación en abril, tras aumentar en el primer trimestre de 2018 (véase gráfico 23). Esta evolución se explica por el incremento de la rentabilidad de los bonos bancarios, mientras que el coste de la financiación mediante depósitos se mantuvo básicamente estable. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, la amortización neta de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y el fortalecimiento de los balances bancarios han contribuido a las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito. Al mismo tiempo, la rentabilidad de los bonos bancarios aumentó su disparidad entre países en mayo de 2018, en un entorno de incertidumbre política en Italia (véase sección 2).

Gráfico 23

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

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



Fuentes: BCE, Markit Iboxx y cálculos del BCE.

Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La última observación corresponde a abril de 2018.

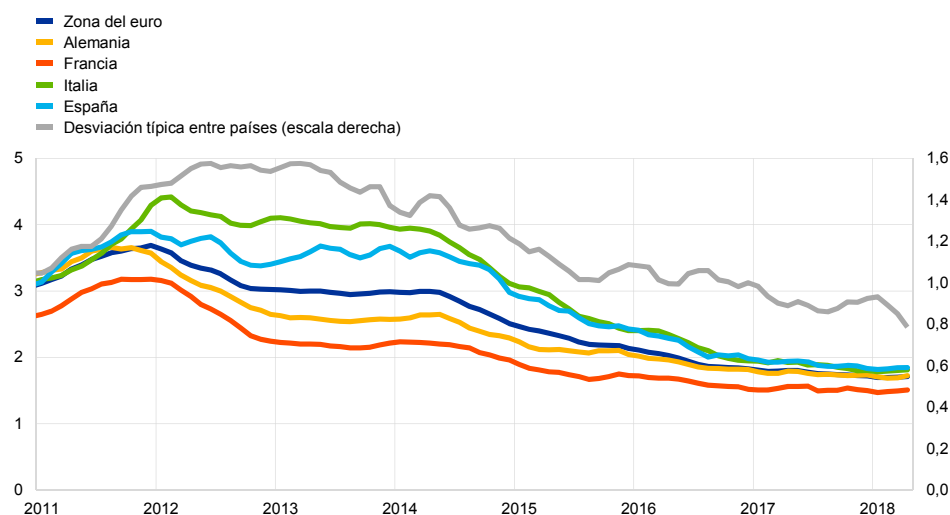
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron próximos a sus mínimos históricos.

Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 24) se situaron en el 1,7 % en abril, un nivel cercano al mínimo histórico del 1,67 % observado en enero de 2018, y los de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (véase gráfico 25) se mantuvieron prácticamente sin variación en el 1,83 %, algo por encima del mínimo histórico del 1,78 % registrado en diciembre de 2016. En conjunto, los tipos sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido significativamente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014, lo que señala una mejora en la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de estos préstamos. El descenso de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito citado anteriormente ha favorecido la reducción de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Entre mayo de 2014 y abril de 2018, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares para adquisición de vivienda cayeron 123 puntos básicos y 108 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, este descenso fue particularmente pronunciado en los países de la zona del euro más afectados por la crisis financiera, lo que se traduce en una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de estos préstamos en los distintos países. En ese mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro se estrechó de forma considerable. Esto indica que, en general, las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios.

Gráfico 24

Tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



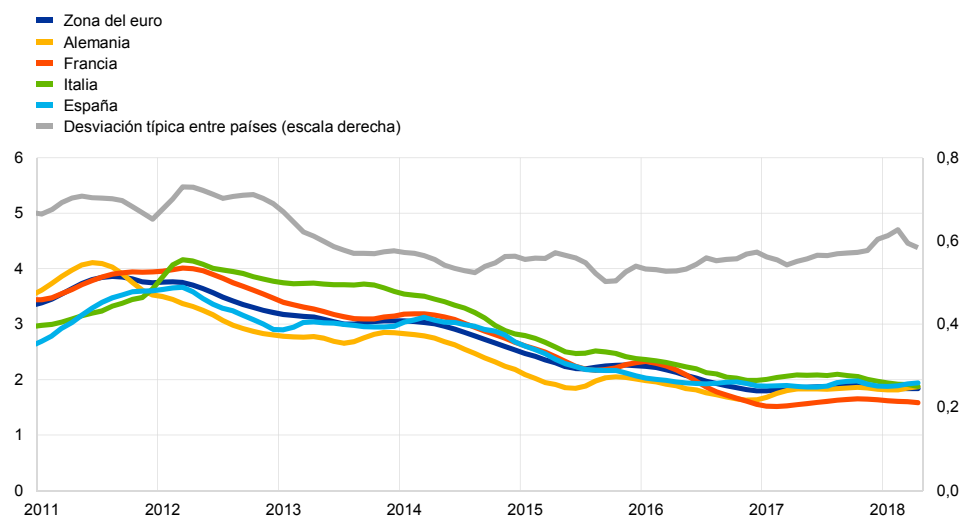
Fuente: BCE.

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

Gráfico 25

Tipos de interés sintéticos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

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

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 primer trimestre de 2018. Esta evolución refleja la menor emisión de valores representativos de deuda y de acciones cotizadas durante 2017. En cambio, la dinámica del crédito bancario mejoró, respaldada, entre otros factores, por la relajación continuada de los criterios de aprobación y por el descenso del coste de

la financiación bancaria. En conjunto, la recuperación de la financiación externa de las sociedades no financieras, observada desde principios de 2014, se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, en la transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas (mejorando así las condiciones del crédito) y en las necesidades de financiación derivadas del aumento del número de fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, el elevado volumen de beneficios no distribuidos de estas sociedades ha reducido la necesidad de financiación externa.

Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras aumentaron significativamente en el primer trimestre de 2018.

Las emisiones netas fueron intensas en enero, pero se moderaron en febrero y en marzo, registrando aún así el volumen más elevado desde el tercer trimestre de 2016. Los datos de mercado correspondientes a abril y mayo sugieren que la actividad emisora continuó siendo vigorosa, aunque registró niveles más bajos que en el primer trimestre. Las emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras también se incrementaron de forma considerable en el primer trimestre de 2018.

El coste de financiación de las sociedades no financieras retornó a los favorables niveles registrados a principios del año.

El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, fue del 4,5 % en abril, unos 14 puntos básicos menos que en marzo, y se estima que permaneció estable en mayo. Aunque el coste actual de la financiación externa se sitúa en torno a 43 puntos básicos por encima del mínimo histórico de julio de 2016, se mantiene por debajo del nivel observado a mediados de 2014, cuando empezaron a surgir expectativas de mercado sobre la introducción del programa de compras de valores públicos.

De acuerdo con la última Encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas, las pymes de la zona del euro continuaron señalando mejoras en la disponibilidad de fuentes de financiación externa, y atribuyeron esas mejoras principalmente a la mayor disposición de los bancos a conceder crédito.

Las pymes indicaron que todos los factores macroeconómicos y relacionados con la empresa examinados en la encuesta habían tenido un impacto positivo en la disponibilidad de financiación externa, y no manifestaron cambios importantes con respecto a la encuesta anterior. Volvieron a señalar que el acceso a la financiación es su problema menos importante, aunque aún persisten diferencias significativas entre países. El porcentaje de pymes con dificultades financieras en la zona del euro se ha mantenido en el bajo nivel de alrededor del 4 % desde 2015 —muy inferior a los niveles aproximados del 15 % observados en torno al año 2012—. Ello se debe, en parte, a la aplicación de medidas de política monetaria acomodaticia convencionales y no convencionales. Un porcentaje neto algo menor de pymes indicó un aumento de la cifra de negocios y un porcentaje neto más reducido señaló un incremento de los beneficios, en un contexto de crecimiento de los costes laborales y de otros costes (materiales, energía e intereses).

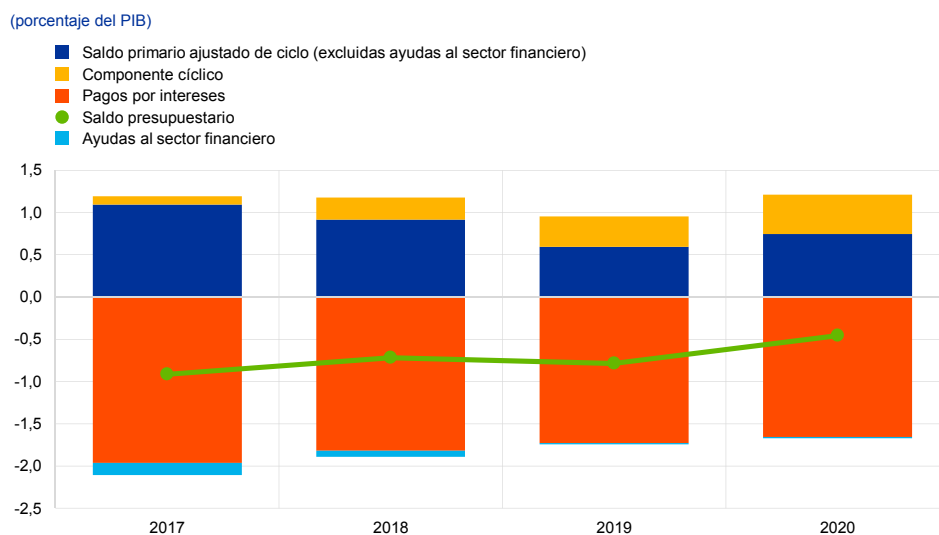
6 Evolución de las finanzas públicas

A tenor de las proyecciones, el déficit presupuestario de la zona del euro seguirá reduciéndose durante el horizonte de proyección (2018-2020), debido principalmente a unas condiciones cíclicas favorables y a la disminución de los pagos por intereses. Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea ligeramente expansiva en 2018 y prácticamente neutral en 2019-2020. Aunque la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continuará descendiendo, se mantendrá en niveles elevados. En particular, los países con altos niveles de deuda se beneficiarían de la realización de esfuerzos de consolidación adicionales para situar su ratio de deuda pública en una firme senda descendente.

Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continúe disminuyendo durante el horizonte de proyección (2018-2020). Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2018⁶, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá desde el 0,9 % del PIB en 2017 hasta el 0,5 % del PIB en 2020. La mejora de las perspectivas de las finanzas públicas sigue estando impulsada principalmente por una evolución cíclica favorable y por la disminución de los pagos por intereses, al tiempo que, a tenor de las proyecciones, el saldo primario ajustado de ciclo se deteriorará ligeramente en 2019 (véase gráfico 26). En comparación con las proyecciones de marzo de 2018, las perspectivas en lo que se refiere al déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro son algo más positivas.

Gráfico 26

Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2018.
Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

⁶ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018», BCE, 2018. Las proyecciones fiscales se basan en el supuesto de que no se modifican las políticas, por lo que solo incluyen medidas ya adoptadas o que van a ser adoptadas próximamente por los respectivos Parlamentos.

Según las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será ligeramente expansiva en 2018 y prácticamente neutral en 2019-2020⁷. El

tono expansivo de la política fiscal en 2018 se debe a algunos recortes de impuestos de pequeña magnitud y al hecho de que el gasto público presenta un mayor dinamismo que el PIB nominal tendencial. La mayoría de los países de la zona del euro están aplicando políticas expansivas. Las proyecciones indican que, en 2019-2020, los recortes de los impuestos y de las cotizaciones sociales —en parte, considerables— se verán compensados en gran medida por un crecimiento más contenido del gasto estructural primario, resultado concretamente del descenso de las prestaciones sociales y de la remuneración de los asalariados. En cambio, se espera que el crecimiento de la inversión pública repunte, superando ligeramente el del PIB nominal tendencial a lo largo del horizonte de proyección.

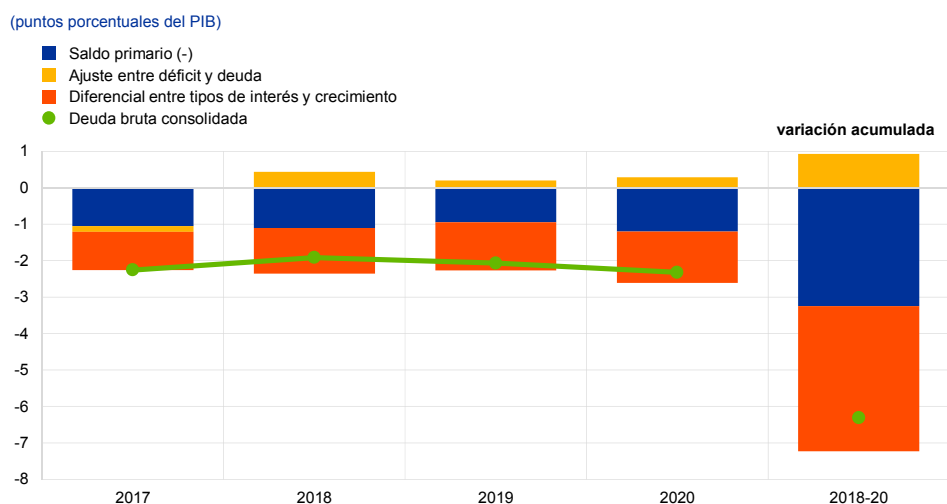
Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe disminuyendo. A tenor de las proyecciones

macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2018, la deuda agregada de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 86,7 % de 2017 hasta el 80,4 % a finales de 2020. La reducción proyectada de la deuda pública se sustenta principalmente en una evolución favorable del diferencial entre tipos de interés y crecimiento y de los superávits primarios (véase gráfico 27). No obstante, se prevé que los ajustes entre déficit y deuda contribuyan en cierta medida al aumento de la deuda. En comparación con las proyecciones de marzo de 2018, se espera que el descenso de la citada ratio sea algo más moderado, debido fundamentalmente a unos diferenciales entre tipos de interés y crecimiento menos positivos. Según las proyecciones, las perspectivas relativas a la deuda mejorarán en la mayoría de los países de la zona del euro; en algunos, sin embargo, los niveles de deuda seguirán superando considerablemente el valor de referencia del 60 % del PIB. A medio y largo plazo, las proyecciones indican que los costes asociados al envejecimiento representarán un reto para la sostenibilidad fiscal, y es previsible que surjan riesgos al alza adicionales si se revierten las reformas acometidas anteriormente en los ámbitos de las pensiones, la atención sanitaria y los cuidados de larga duración. En el recuadro 4 de este Boletín Económico, titulado «El informe sobre el envejecimiento de 2018: el envejecimiento de la población plantea retos difíciles para las finanzas públicas», se presenta un análisis de las proyecciones incluidas en dicho informe.

⁷ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación del saldo estructural primario, es decir, la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero.

Gráfico 27

Factores determinantes de la variación de la deuda pública



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

Los países han de continuar aplicando ajustes fiscales, cumpliendo íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en los países con niveles de deuda elevados, para que la ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente, ya que el alto endeudamiento de estos países les hace particularmente vulnerables a recesiones futuras o a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros. El 23 de mayo, la Comisión Europea publicó sus recomendaciones específicas por país en materia de política económica y fiscal para todos los Estados miembros de la UE, excepto Grecia. El recuadro 5 de este Boletín Económico, titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo de 2018», presenta un análisis de estas recomendaciones.

Recuadros

1 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 31 de enero y el 2 de mayo de 2018

Riccardo Costantini

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el primer y el segundo períodos de mantenimiento de reservas de 2018, comprendidos entre el 31 de enero y el 13 de marzo de 2018 y entre el 14 de marzo y el 2 de mayo de 2018, respectivamente. Durante este período, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente.

Durante el período considerado, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), con un objetivo de compras mensuales de 30 mm de euros, en promedio. Este ritmo de compras se mantendrá hasta septiembre de 2018, 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.

Necesidades de liquidez

En el período analizado, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.362,6 mm de euros, lo que representa un incremento de 90,3 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2017). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles al aumento de 89,4 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra de 1.238,5 mm de euros durante el período considerado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron en 0,9 mm de euros, hasta situarse en 124,2 mm de euros.

El incremento de los factores autónomos netos, que implica una absorción de liquidez, fue resultado de una reducción de los factores de inyección de liquidez y de un aumento de los de absorción de liquidez. La disminución de los factores de inyección de liquidez se debió, en particular, a los activos exteriores netos denominados en euros, que registraron una caída de 38,9 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 212,8 mm de euros. Este descenso fue consecuencia del incremento (de 33,4 mm de euros, en promedio) de los pasivos del Eurosistema

frente a no residentes en la zona del euro en el período analizado, que contribuyó negativamente al promedio de activos exteriores netos denominados en euros⁸. Por el lado del pasivo, el aumento más importante correspondió a los depósitos de las Administraciones Públicas, que se incrementaron en 39,2 mm de euros, en promedio, hasta alcanzar los 227,5 mm de euros.

La volatilidad diaria de los factores autónomos prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior. Las fluctuaciones diarias de los factores autónomos se debieron principalmente a los depósitos de las Administraciones Públicas y a los activos netos denominados en euros.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

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

	31 de enero a 2 de mayo de 2018		1 de noviembre de 2017 a 30 de enero de 2018	Segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	2.080,1	(+44,3)	2.035,9	2.102,8	(+49,5)	2.053,2	(+12,5)
Billetes en circulación	1.154,1	(+2,1)	1.151,9	1.159,0	(+10,9)	1.148,2	(-10,0)
Depósitos de las AAPP	227,5	(+39,2)	188,3	247,5	(+44,0)	203,6	(+15,5)
Otros factores autónomos	698,6	(+3,0)	695,6	696,2	(-5,3)	701,5	(+7,0)
Cuentas corrientes	1.304,6	(+10,8)	1.293,7	1.295,3	(-20,3)	1.315,6	(+40,5)
Instrumentos de política monetaria	800,5	(-8,3)	808,8	792,4	(-17,7)	810,2	(-2,8)
Exigencias de reservas mínimas ¹	124,2	(+0,9)	123,3	124,4	(+0,5)	123,9	(+0,1)
Facilidad de depósito	676,4	(-9,2)	685,6	668,0	(-18,3)	686,3	(-2,9)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

⁸ Los pasivos del Eurosistema frente a no residentes en la zona del euro constan principalmente de cuentas mantenidas por los bancos centrales en el Eurosistema. Los saldos a fin de trimestre y, en menor medida, a fin de mes suelen verse afectados por los incrementos de estos depósitos, ya que los bancos comerciales son más reticentes a aceptar efectivo, con garantías o sin ellas, antes de las fechas de presentación de los balances. Por ejemplo, el 29 de marzo de 2018, los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro aumentaron en 55,8 mm de euros, hasta un importe de 339,8 mm de euros.

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

	31 de enero a 2 de mayo de 2018		1 de noviembre de 2017 a 30 de enero de 2018	Segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	841,7	(-45,1)	886,8	828,1	(-29,6)	857,8	(+14,2)
Activos exteriores netos	628,9	(-6,2)	635,0	627,1	(-3,8)	630,9	(-4,7)
Activos netos denominados en euros	212,8	(-38,9)	251,8	201,0	(-25,8)	226,8	(+18,9)
Instrumentos de política monetaria	3.219,8	(+91,0)	3.128,8	3.238,4	(+40,8)	3.197,6	(+35,8)
Operaciones de mercado abierto	3.219,7	(+91,1)	3.128,6	3.238,3	(+40,7)	3.197,6	(+35,9)
Operaciones de subasta	761,7	(-3,5)	765,2	761,5	(-0,6)	762,1	(-1,5)
OPF	1,7	(-1,2)	2,9	1,9	(+0,4)	1,5	(-1,3)
OFPLM a tres meses	7,7	(-0,1)	7,8	7,7	(-0,1)	7,7	(-0,0)
Operaciones TLTRO-I	13,0	(-1,8)	14,9	12,7	(-0,7)	13,4	(+0,0)
Operaciones TLTRO-II	739,3	(-0,3)	739,6	739,2	(-0,2)	739,4	(-0,1)
Carteras en firme	2.458,0	(+94,6)	2.363,4	2.476,8	(+41,3)	2.435,5	(+37,3)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	5,8	(-0,3)	6,1	5,6	(-0,3)	6,0	(-0,1)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,5	(-0,3)	4,8	4,4	(-0,2)	4,6	(-0,2)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	248,8	(+8,3)	240,5	250,6	(+3,8)	246,8	(+4,3)
Programa para los mercados de valores	85,0	(-4,0)	89,0	84,9	(-0,1)	85,1	(-4,0)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	25,8	(+0,7)	25,1	26,2	(+1,0)	25,2	(+0,1)
Programa de compras de valores públicos	1.942,3	(+74,5)	1.867,8	1.955,6	(+29,1)	1.926,5	(+29,3)
Programa de compras de bonos corporativos	145,7	(+15,6)	130,1	149,4	(+8,1)	141,3	(+7,9)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(-0,1)	0,2	0,1	(+0,1)	0,0	(-0,1)

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

	31 de enero a 2 de mayo de 2018		1 de noviembre de 2017 a 30 de enero de 2018	Segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas	1.362,6	(+90,3)	1.272,3	1.399,0	(+79,7)	1.319,3	(-2,0)
Factores autónomos²	1.238,5	(+89,4)	1.149,1	1.274,6	(+79,2)	1.195,4	(-2,1)
Exceso de liquidez	1.856,7	(+0,9)	1.855,8	1.838,8	(-39,2)	1.878,0	(+37,6)

Evolución de los tipos de interés (medias, porcentajes)

	31 de enero a 2 de mayo de 2018		1 de noviembre de 2017 a 30 de enero de 2018	Segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento	
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
Eonia	-0,364	(-0,013)	-0,351	-0,364	(-0,000)	-0,364	(-0,005)

Fuente: BCE.

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

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

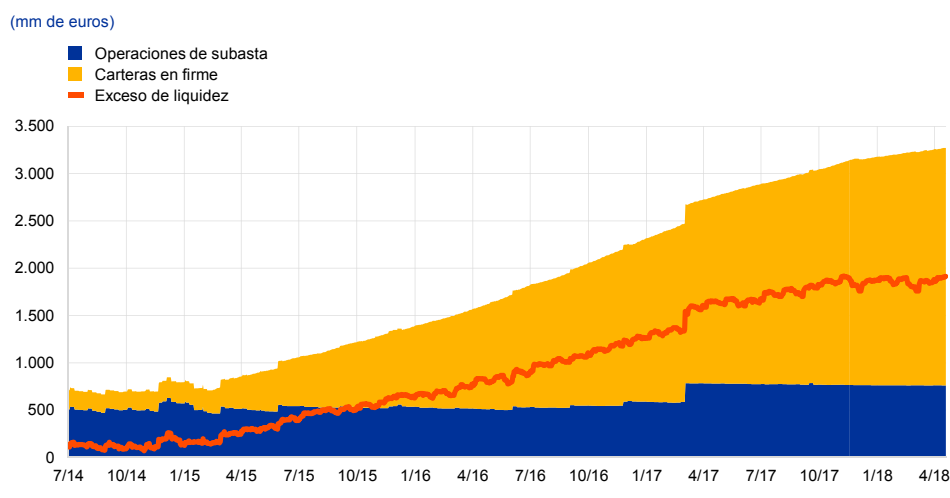
2) El valor total de los factores autónomos incluye también «partidas en curso de liquidación».

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y compras efectuadas en el marco del APP— se incrementó en 91 mm de euros, hasta un importe de 3.219,8 mm de euros (véase gráfico A). Este aumento fue atribuible en su totalidad al APP, mientras que, en las operaciones de subasta, la demanda descendió ligeramente.

Gráfico A

Evolución de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta descendió ligeramente (en 3,5 mm de euros) durante el período considerado, situándose en 761,7 mm de euros. Este descenso se debió principalmente a la disminución del saldo vivo medio de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), que se redujo en 2,1 mm de euros y que estuvo asociada a la liquidación de los reembolsos voluntarios de la tercera, la quinta y la séptima operación de la serie TLTRO-I en marzo de 2018. La liquidez media inyectada mediante las OPF disminuyó en 1,2 mm de euros, y la proporcionada a través de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, en 0,1 mm de euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 94,8 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.458 mm de euros, debido a las compras efectuadas en el marco del APP. La liquidez proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, del programa de compras de bonos de titulización de activos y del programa de compras de bonos corporativos se incrementó, en promedio, en 74,5 mm de euros, 8,3 mm de euros, 0,7 mm de euros y 15,6 mm de euros, respectivamente. La reducción de la liquidez como resultado de las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores se cifró en 4,6 mm de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez se mantuvo prácticamente estable en el período analizado y solo aumentó marginalmente, en 0,9 mm de euros, en comparación con el período anterior, hasta situarse en 1.856,7 mm de euros (véase gráfico A). El incremento de la liquidez inyectada a través del APP se vio contrarrestado casi por completo por el ascenso de los factores autónomos, sobre todo en el segundo período de mantenimiento. De hecho, mientras que en el primer período de mantenimiento el exceso de liquidez aumentó en 37,6 mm de euros, en el segundo se redujo en 39,2 mm de euros.

En cuanto a la distribución del exceso de liquidez entre las cuentas corrientes y la facilidad de depósito, los saldos medios en cuenta corriente se incrementaron en 10,8 mm de euros, hasta alcanzar los 1.304,6 mm de euros, al tiempo que el recurso medio a la facilidad de depósito registró un descenso adicional de 9,2 mm de euros y se situó en 676,4 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, o se situaron ligeramente por debajo de ese nivel para determinadas cestas de activos de garantía en el segmento de operaciones con garantía. En el mercado de operaciones sin garantías, el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en el $-0,364\%$, frente a una media del $-0,351\%$ en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó en una banda comprendida entre un mínimo del $-0,370\%$ a finales de febrero de 2018 y un máximo del $-0,348\%$ el último día de marzo de 2018. En el mercado de operaciones con garantías, los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling⁹ se mantuvieron estables para las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía en relación con el período anterior. El tipo *repo* medio a un día se situó en el $-0,448\%$ para la cesta estandarizada de activos de garantía, y en el $-0,415\%$ para la cesta ampliada.

El descenso registrado al final del primer trimestre de 2018 en los tipos *repo* principales fue menos pronunciado que el observado al final del primer trimestre de 2017 y en general no se percibió como significativo. Por ejemplo, en la negociación con activos de garantía generales, al final de marzo de 2017 los tipos *repo* a un día de los activos de garantía franceses retrocedieron 12 puntos básicos, hasta situarse en el $-0,54\%$, mientras que los aplicados a los activos de garantía alemanes se redujeron en 34 puntos básicos, hasta el $-0,78\%$. Al final de marzo de 2018, los descensos de estos tipos fueron de solo 4 puntos básicos y 6 puntos básicos, hasta situarse en el $-0,46\%$ y el $-0,47\%$, respectivamente, lo que sugiere que los participantes en los mercados han adoptado prácticas más eficientes en la gestión de activos de garantía. Asimismo, esta evolución también

⁹ El mercado con activos de garantía generales (GC Pooling) permite realizar cesiones temporales con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

señala la existencia de efectos positivos derivados de la facilidad de préstamo de valores del programa de compras de valores públicos.

La reciente desaceleración del crecimiento del producto de la zona del euro refleja factores cíclicos y transitorios

Gonzalo Camba-Méndez y Magnus Forsells

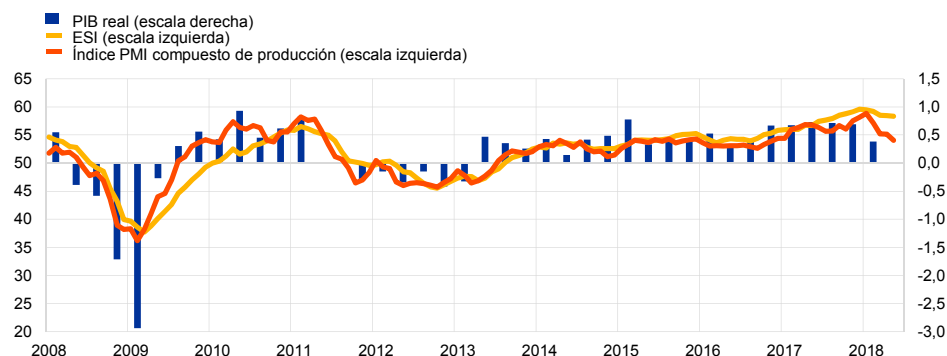
Después de registrar tasas muy elevadas en 2017, el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se moderó, hasta situarse en el 0,4 % en el primer trimestre de 2018. La desaceleración del crecimiento

observada a principios de año, que parece reflejar factores transitorios y factores cíclicos de naturaleza más permanente, estuvo en consonancia con la evolución de los indicadores económicos, sobre todo los de opinión (véase gráfico A). Tanto el índice de directores de compras (PMI) compuesto de producción como el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea registraron descensos durante el primer trimestre de 2018. Sin embargo, es importante señalar que, al igual que el crecimiento del producto, estos indicadores retrocedieron desde niveles excepcionalmente elevados.

Gráfico A

PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) e índice PMI compuesto de producción

(escala izquierda: índice de difusión; escala derecha: tasa de crecimiento intertrimestral)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El ESI se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice PMI. El PMI comprende el sector manufacturero y los servicios, mientras que el ESI también abarca los sectores de construcción y de comercio al por menor, además de la confianza de los consumidores. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2018 para el PIB real y a mayo de 2018 para el ESI y el índice PMI.

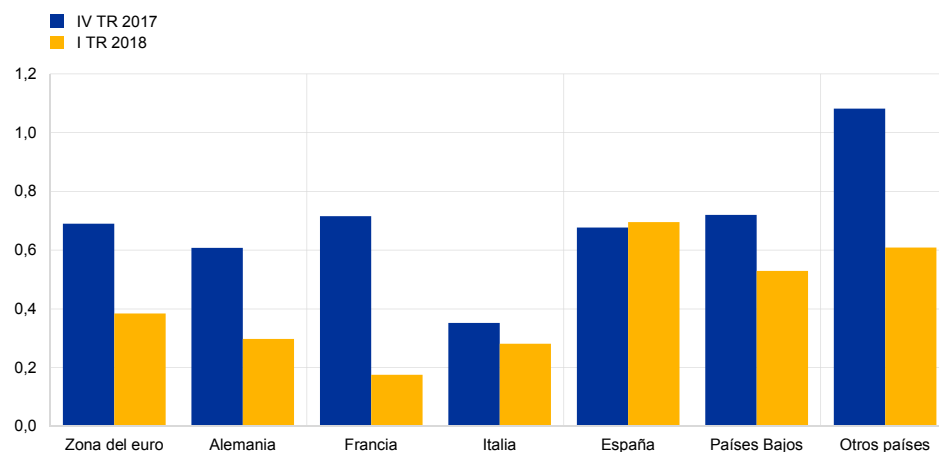
La moderación del crecimiento en el primer trimestre fue relativamente generalizada y reflejó, sobre todo, el descenso de las exportaciones. La

desaceleración del crecimiento observada entre el último trimestre de 2017 y el primer trimestre de 2018 fue generalizada en la mayoría de los países de la zona del euro (véase gráfico B). Entre los países más grandes de la zona, las únicas excepciones fueron España e Italia, cuyas tasas de crecimiento se mantuvieron prácticamente estables entre los dos trimestres. Si se analiza la desagregación del PIB por el lado del gasto de la zona del euro, la ralentización del crecimiento refleja la ralentización de las exportaciones y, en menor medida, de la inversión. Mientras que la desaceleración del crecimiento de la inversión estuvo determinada por su evolución en algunos países, la de las exportaciones fue generalizada (véase gráfico C).

Gráfico B

PIB real de la zona del euro

(tasas de crecimiento intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los PIB de Irlanda y de Luxemburgo correspondientes al primer trimestre de 2018 aún no están disponibles.

La desaceleración del crecimiento observada a principios de año parece reflejar, en parte, factores transitorios.

Algunos elementos de carácter transitorio pueden haber influido en la debilidad de los datos económicos publicados recientemente. Por ejemplo, el elevado número de bajas por enfermedad motivadas por una temporada de gripe inusualmente virulenta en países como Alemania frenó el crecimiento. Entretanto, el frío invierno y las huelgas en algunos países de la zona del euro también explican parte de la debilidad observada en el comercio al por menor y en la construcción.

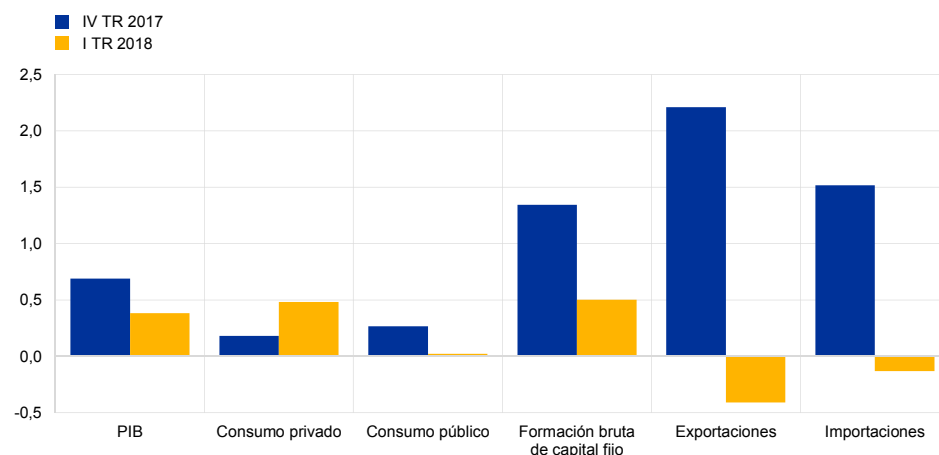
No obstante, hay otros factores cíclicos de naturaleza más permanente que pueden haber contribuido también al retroceso del crecimiento.

En primer lugar, parte de la desaceleración del avance del PIB puede haber estado asociada al aumento de las restricciones de oferta en algunos países. En segundo lugar, los indicadores del crecimiento del comercio mundial apuntan a una ligera ralentización en los primeros meses de este año, que probablemente refleje un descenso transitorio de la demanda exterior y los efectos retardados de la apreciación del euro en 2017, pero no se puede descartar que parte de esta caída también fuera consecuencia del deterioro de las expectativas debido al aumento de las tensiones arancelarias. En tercer lugar, la moderación del crecimiento de la producción industrial, excluida la construcción, fue generalizada en todos los países de la zona del euro, y se observan algunos signos de debilidad en los primeros datos publicados sobre la producción industrial correspondientes al segundo trimestre de 2018. En cuarto lugar, cada vez se dispone de más evidencia que muestra que el sector del automóvil puede haber alcanzado un máximo, lo que confirman parcialmente las matriculaciones de automóviles, que parecen haberse estancado después del incremento sostenido registrado desde principios de 2013. Asimismo, el aumento de la incertidumbre puede haber acentuado la caída del crecimiento.

Gráfico C

Composición del PIB real de la zona del euro

(tasas de crecimiento intertrimestral)



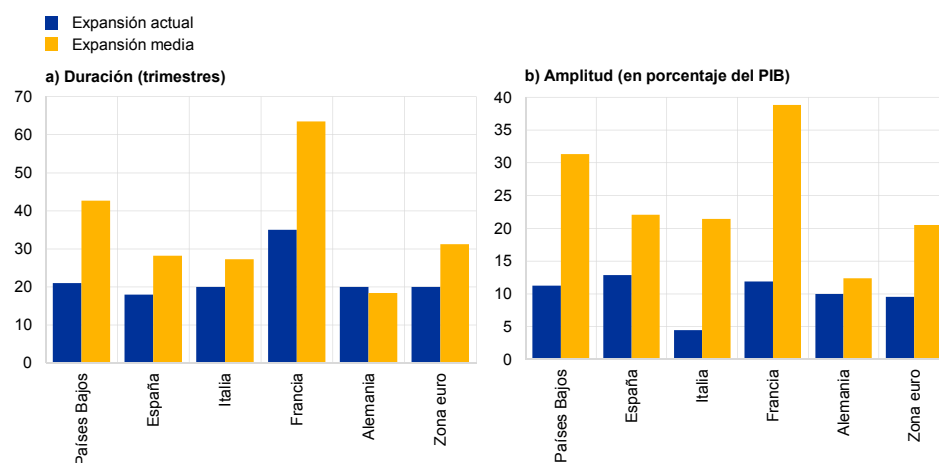
Fuente: Eurostat.

Con todo, desde una perspectiva de largo plazo, la recuperación en curso en ningún caso es excepcional en cuanto a duración o amplitud. La duración de la expansión actual, que comenzó en 2013, todavía es inferior a la media histórica de la mayoría de las economías de la zona del euro (véase panel izquierdo del gráfico D). La amplitud (incremento porcentual del PIB en relación con el mínimo cíclico) durante la expansión en curso es asimismo reducida en términos históricos. En principio, también hay margen para que siga creciendo el empleo, dado que la tasa de paro continúa siendo elevada en algunos países de la zona del euro. No obstante, en la zona la confianza de los consumidores permanece en niveles próximos a máximos históricos, debido en parte a la mayor seguridad en el empleo. Además, en la zona del euro la inversión real se mantiene por debajo de su nivel previo a la crisis. La inversión empresarial se ha recuperado solo recientemente, hasta situarse en niveles similares a los registrados antes de la crisis financiera, y la inversión pública sigue siendo moderada.

Gráfico D

PIB real de la zona del euro: características de la expansión actual desde una perspectiva histórica (del mínimo al máximo cíclico)

(trimestres; en porcentaje del PIB)



Fuentes: OCDE, Eurostat, CEPR y cálculos del BCE.

Notas: La expansión es la fase del ciclo económico en la que la economía va de un mínimo a un máximo cíclico. La cronología de las expansiones de la zona del euro procede del Centre for Economic Policy Research (CEPR). Para los cinco grandes países de la zona del euro, se calcula utilizando el PIB real trimestral y el algoritmo de Bry-Boschan. Las barras azules corresponden a la expansión actual y las amarillas a la duración o amplitud medias de las expansiones en cada país desde 1970. La expansión en curso comenzó en el primer trimestre de 2013 en la zona del euro, Alemania e Italia; en el cuarto trimestre de 2012 en los Países Bajos; en el tercer trimestre de 2013 en España, y en el segundo trimestre de 2009 en Francia, y dura hasta la observación del PIB más reciente (primer trimestre de 2018).

En conjunto, la expansión económica debería mantener su solidez, respaldada por la fortaleza subyacente de la economía de la zona del euro. Aunque los resultados de las encuestas han vuelto a mostrar cierta moderación, siguen estando en consonancia con la persistencia de un crecimiento vigoroso. De cara al futuro, se espera que el crecimiento continúe siendo sólido, aunque posiblemente registre tasas más bajas, puesto que las medidas de política monetaria del BCE siguen sosteniendo la demanda interna. El consumo privado debería continuar sustentándose en el aumento del empleo y de la riqueza de los hogares. Se espera que la inversión se fortalezca aún más como resultado de unas condiciones de financiación muy favorables, la mejora de la rentabilidad de las empresas y la robustez de la demanda. Asimismo, la expansión mundial generalizada está impulsando las exportaciones de la zona del euro.

3 El seguimiento de la transmisión del tipo de cambio a la inflación

Elke Hahn y Derry O'Brien

La evolución del tipo de cambio puede desempeñar un papel importante en la configuración de las perspectivas de inflación medida por el IAPC. Dado que una variación del tipo de cambio puede afectar a los precios de consumo con un retardo considerable y que el impacto puede depender de la situación económica del momento, el análisis de la transmisión del tipo de cambio requiere un seguimiento continuo. Entre abril de 2017 y mayo de 2018, el tipo de cambio del euro se apreció en torno a un 8 % en términos efectivos nominales y aproximadamente un 10 % frente al dólar estadounidense. En este recuadro se repasa brevemente cómo se transmiten las variaciones del tipo de cambio a los precios de consumo en la zona del euro. También se examinan indicadores en diferentes fases del proceso de formación de precios con el fin de valorar el grado de traslación en la coyuntura actual, centrando la atención en el seguimiento de la transmisión a los componentes del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que son sensibles al tipo de cambio.

La transmisión del tipo de cambio se produce a través de canales directos e indirectos¹⁰. Así, la reciente apreciación del euro afecta directamente a la inflación medida por el IAPC a través de unos precios más bajos de los bienes de consumo finales importados, que forman parte de la cesta del IAPC. El efecto directo se plasma, por ejemplo, en un abaratamiento de las importaciones de productos refinados de petróleo, que tiene un fuerte impacto moderador sobre el componente energético del IAPC. Además, puede producirse un efecto indirecto, dado que unos precios más reducidos de los consumos intermedios importados influyen en los precios industriales internos en la medida en que estas disminuciones de costes no sean absorbidas por los márgenes, y un efecto aún más indirecto si la apreciación del tipo de cambio modera las presiones inflacionistas a través de su impacto adverso en la demanda exterior neta y, por lo tanto, en la demanda y la producción en su conjunto. Además, puede haber repercusiones en la inflación a través de las expectativas de inflación. Aunque el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, resulta directamente afectado, los efectos indirectos en este componente del IAPC pueden ser aún más importantes. En líneas generales, diversos factores determinan la transmisión del tipo de cambio; entre ellos, se incluyen el peso de los bienes de consumo y servicios finales importados en el índice de precios, la relevancia de los consumos intermedios importados (en particular, de materias primas) en la producción interna, características de los productos, como el grado de diferenciación, y la intensidad de la competencia en el mercado. Estos factores también pueden provocar variaciones en la magnitud y en la distribución temporal de la transmisión a los distintos componentes del IAPC. Por otra parte, la respuesta de los precios tras una variación

¹⁰ Véase también el artículo titulado «Exchange rate pass-through into euro area inflation», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2016.

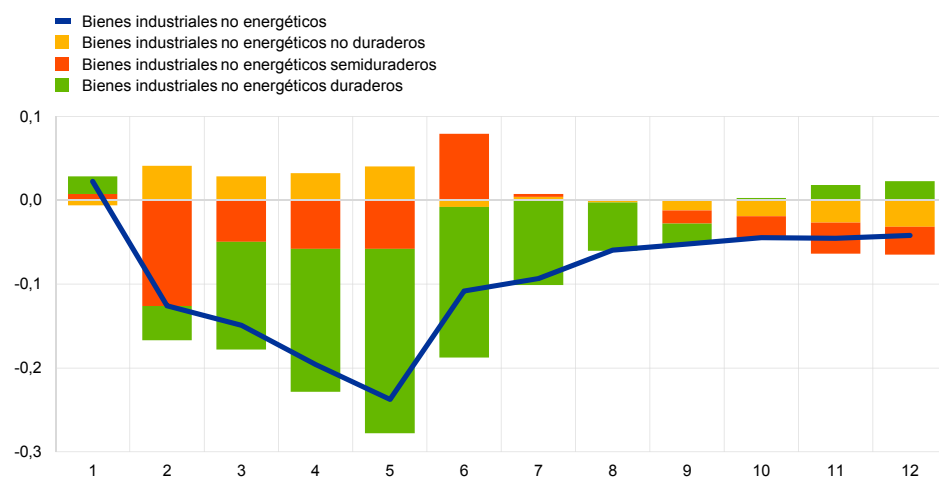
del tipo de cambio puede depender de los determinantes subyacentes del movimiento del tipo de cambio¹¹.

De los componentes que integran el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, los precios de los bienes industriales no energéticos son los más sensibles a movimientos del tipo de cambio. Esto se debe, en particular, al componente de bienes de consumo duradero (véase gráfico A), aunque también existe una gran heterogeneidad en el grado de respuesta de los precios de ese componente a las variaciones del tipo de cambio. Hasta que el impacto del tipo de cambio se hace patente en las distintas categorías de bienes de consumo, algunos indicadores de corto plazo pueden verse afectados a lo largo de la cadena de producción y del proceso de formación de precios, y proporcionar señales relevantes.

Gráfico A

Impacto estimado de una apreciación del 10 % del tipo de cambio efectivo nominal del euro en la inflación de los bienes industriales no energéticos

(tasa de variación interanual, contribución en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El eje de abscisas muestra el efecto en los trimestres posteriores a una variación del tipo de cambio. Las estimaciones se han obtenido de una versión modificada y actualizada del modelo VAR presentado en E. Hahn, «Pass-through of external shocks to euro area inflation», *Working Paper Series*, n.º 243, BCE, julio de 2003.

El impacto de la anterior apreciación del tipo de cambio del euro ha sido claramente ostensible en la evolución de los precios de importación.

Los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio procedentes de países de fuera de la zona del euro cayeron, en términos interanuales, del 1,3 % en abril de 2017 al -2 % en abril de 2018. Estas importaciones representan aproximadamente el 12 % del consumo de bienes finales no energéticos y no alimenticios, y lo único que separa a los precios de estos bienes de los precios de consumo son los márgenes de distribución y comerciales. Durante ese período, la tasa de variación de los precios de importación de países no pertenecientes a la zona del euro para la industria (excluidas la energía y la construcción), que también

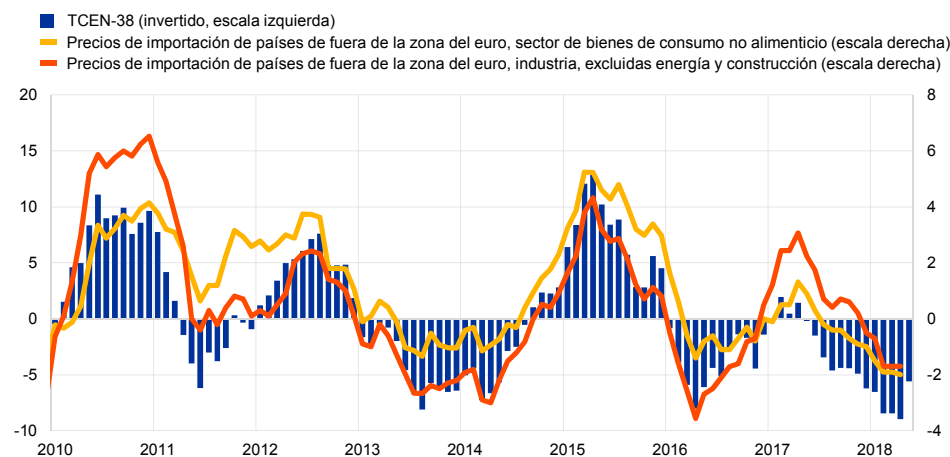
¹¹ Para más detalles sobre los determinantes subyacentes de los movimientos del tipo de cambio, véase el recuadro 3 del artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017», BCE, 2017.

afectan a los precios en fases anteriores de la cadena de producción interna, se redujeron desde el 3,1 % hasta el -1,7 % (véase gráfico B). Estas reducciones reflejaron, en gran medida, la influencia de la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro.

Gráfico B

Precios de importación y tipo de cambio efectivo nominal

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2018 para el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a 38 de sus principales socios comerciales (TCEN-38) y a abril de 2018 para los precios de importación de países de fuera de la zona del euro.

A diferencia de la inflación de los precios de importación, la inflación de los precios industriales de la zona del euro ha resistido las presiones a la baja derivadas de la apreciación del tipo de cambio.

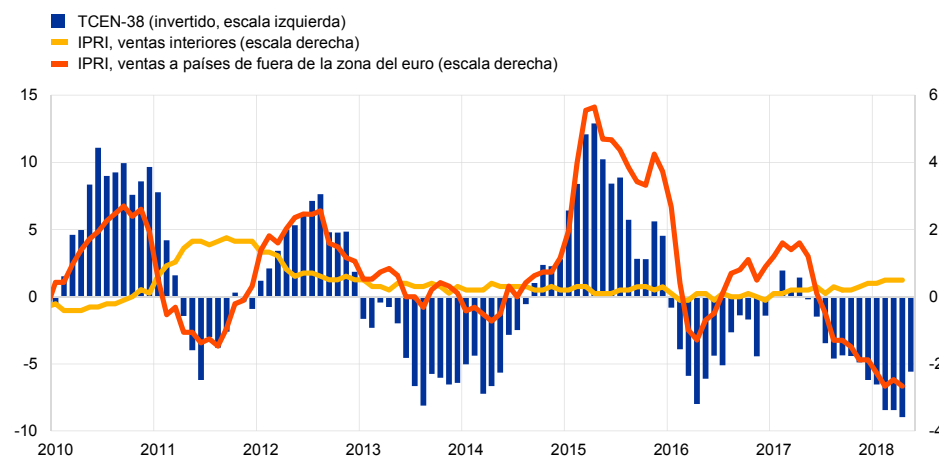
La tasa de variación de los precios industriales¹² de los bienes intermedios descendió solo moderadamente y la inflación interanual de los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio se incrementó desde el 0,2 % en abril de 2017 hasta el 0,5 % en abril de 2018. Gran parte de este aumento se produjo a partir del otoño, es decir, en el momento en que el tipo de cambio habría empezado a influir (véase gráfico C). Los precios industriales dependen de la evolución de los costes laborales y no laborales internos, así como del comportamiento de las empresas al ajustar sus márgenes. Se ha de observar que los costes laborales se incrementaron, y que el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en la industria (excluida la construcción) aumentó desde el 1,4 % del primer trimestre de 2017 hasta el 2 % en el último trimestre. Al mismo tiempo, puede que la capacidad para fijar precios haya aumentado ligeramente, como sugiere el avance constante, hasta niveles récord, de la utilización de la capacidad productiva en el sector de bienes de consumo no alimenticio. Es posible que, en conjunto, estos factores hayan contrarrestado hasta ahora las presiones a la baja procedentes del tipo de cambio.

¹² La serie relativa al índice de precios industriales de la zona del euro es la suma de las series de ventas interiores en los países individuales de la zona del euro. A esta serie se le restan las ventas entre países de la zona, que desde una perspectiva del conjunto de la zona también pueden considerarse ventas interiores. La inflación de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio de las ventas entre países de la zona cayó desde el 0,2 % en abril de 2017 hasta el -0,9 % en marzo de 2018. Estos productos representan alrededor del 28 % del total de bienes de consumo no alimenticio producidos y vendidos en la zona.

Gráfico C

Índice de precios industriales (IPRI) de ventas interiores y a países de fuera de la zona del euro de bienes de consumo no alimenticio

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2018 para el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a 38 de sus principales socios comerciales (TCEN-38) y a abril de 2018 para el índice de precios industriales (IPRI).

También cabe esperar que la apreciación del tipo de cambio del euro afecte a las presiones inflacionistas internas a través de los beneficios de las empresas nacionales, aunque con una señal, en general, ligeramente ambigua.

La inflación de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio en mercados de fuera de la zona del euro experimentó un acusado descenso, desde el 1,6 % de abril de 2017 hasta el -2,7 % en abril de 2018 (véase gráfico C), lo que apunta al uso de ciertas estrategias *pricing-to-market* por parte de las empresas de la zona del euro en los mercados de exportación, posiblemente para reducir las pérdidas de cuota de mercado que se hubiesen producido por la apreciación del tipo de cambio. Estas estrategias pueden haber comprimido los beneficios de las empresas de la zona del euro. Sin embargo, este efecto podría ser más limitado o incluso verse compensado con creces como consecuencia de la pronunciada caída de la inflación de los precios de importación, ya que el resto del mundo no absorbió totalmente la variación del tipo de cambio del euro. En este contexto, puede que las empresas realmente estén paliando la disminución de ingresos en los mercados exteriores con subvenciones cruzadas, optando por no trasladar la bajada de costes a otras empresas o a los consumidores en un mercado interno sólido. El efecto neto en los beneficios dependerá, asimismo, del tamaño relativo del sector exportador y del grado en que las importaciones se utilicen como consumos intermedios para las empresas o como productos finales para los comercios minoristas.

La caída más reciente de la inflación de los bienes industriales no energéticos no proporciona una señal clara de que la apreciación del tipo de cambio haya tenido efectos significativos.

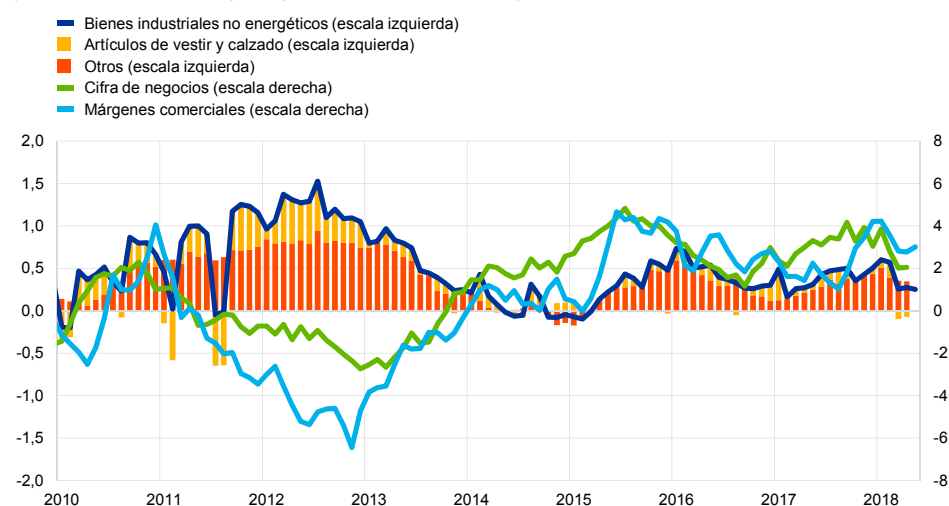
La tasa de variación de los precios de estos bienes aumentó entre abril de 2017 y finales del año, pese a la acusada desaceleración de la inflación de los bienes de consumo no alimenticio importados (véase gráfico D), y lo hizo en un momento en el que los modelos de transmisión, como el presentado en el gráfico A, habrían pronosticado que había empezado a notarse el impacto a la

baja de la apreciación del tipo de cambio del euro. Es posible que hayan influido factores de demanda internos con efectos contrapuestos. Estos factores se pusieron de manifiesto en el fuerte crecimiento de la cifra de negocios del comercio minorista de bienes de consumo no alimenticio y en los elevados márgenes del sector no alimentario minorista, como muestra la encuesta a directores de compras. La disminución de la inflación de los bienes industriales no energéticos registrada en los últimos meses fue consecuencia, en parte, de la acusada volatilidad de las tasas de variación interanual del componente de artículos de vestir y calzado, por ejemplo, que probablemente reflejó el impacto de los cambios en el patrón de las rebajas. Hasta ahora, la inflación de los bienes industriales no energéticos ha mostrado cierta capacidad de resistencia a las presiones a la baja derivadas de la apreciación del tipo de cambio del euro, lo que puede deberse a la influencia de factores internos contrapuestos.

Gráfico D

Inflación de los bienes industriales no energéticos y márgenes y cifra de negocios del comercio minorista

(tasas de variación interanual, puntos porcentuales e índice de difusión)



Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Markit.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2018 para los márgenes comerciales y el IAPC de los bienes industriales no energéticos (estimación de avance) y a abril de 2018 para los componentes de los bienes industriales no energéticos y la cifra de negocios.

Para concluir, cabe observar que es necesario realizar un seguimiento continuo del impacto de la anterior apreciación del tipo de cambio del euro en las perspectivas de inflación. En primer lugar, los modelos de transmisión sugieren que los impactos se extienden durante varios trimestres, de modo que la apreciación registrada desde mediados de 2017 aún podría influir durante los próximos trimestres. En segundo lugar, la transmisión del tipo de cambio puede resultar difícil de detectar si se ve contrarrestada por la confluencia de otros factores, entre ellos la mayor capacidad de fijación de precios de las empresas. En este contexto es necesario realizar un seguimiento y una valoración continuos de los precios de los bienes industriales no energéticos y de sus indicadores a lo largo del proceso de formación de precios.

4 El informe sobre el envejecimiento de 2018: el envejecimiento de la población plantea retos difíciles para las finanzas públicas

Carolín Nerlich

En este recuadro se describen los principales resultados de las proyecciones del informe sobre el envejecimiento de 2018 («The 2018 Ageing Report») correspondientes a los países de la zona del euro. El Grupo de Trabajo sobre el Envejecimiento del Comité de Política Económica prepara un informe cada tres años, el último de los cuales se publicó el 25 de mayo de 2018¹³. En él se presentan las proyecciones a largo plazo de los costes públicos totales asociados al envejecimiento, que incluyen pensiones, atención sanitaria, cuidados de larga duración, gasto en educación y prestaciones por desempleo, para todos los países de la UE durante el período 2016-2070. Estas proyecciones dependen, como es obvio, de los supuestos subyacentes¹⁴.

La población de la zona del euro está envejeciendo. Según las proyecciones de Eurostat, la tasa de dependencia de los mayores en la zona del euro, es decir, el número de personas mayores de 65 años en relación con la población en edad de trabajar, aumentará 20 puntos porcentuales entre 2016 y 2070, y se situará en el 52 % en 2070. Si el envejecimiento no se aborda con medidas decisivas, podría tener consecuencias negativas para la trayectoria de la deuda pública y el crecimiento potencial¹⁵.

Según el informe sobre el envejecimiento de 2018, los costes públicos totales relacionados con el envejecimiento de la población en la zona del euro aumentarán 1,1 puntos porcentuales del PIB durante el horizonte de proyección (2016-2070), desde el 26 % del PIB en 2016 hasta el 28,2 % del PIB en 2040, antes de volver a reducirse hasta el 27,1 % del PIB en 2070. El informe muestra que, en la zona del euro, los costes asociados al envejecimiento alcanzarán un máximo a principios de la década de 2040, cuando se jubile la generación del *baby boom*, y descenderán en cierta medida a partir de 2050¹⁶. Las estimaciones de los costes del envejecimiento difieren notablemente de un país a otro, y se espera que esta variabilidad sea mayor hacia el final del horizonte de proyección. A tenor de las proyecciones, para 2070, los mayores costes asociados al envejecimiento (con

¹³ Véase «The 2018 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070)», Comisión Europea, mayo de 2018.

¹⁴ Las proyecciones del informe sobre el envejecimiento se basan en un conjunto de supuestos demográficos y macroeconómicos y en una metodología consensuada, que se publicaron por separado en un informe titulado «2018 Ageing Report: Underlying Assumptions & Projection Methodologies», Comisión Europea, noviembre de 2017. Como se indica más adelante, estos supuestos subyacentes son bastante favorables para algunos países.

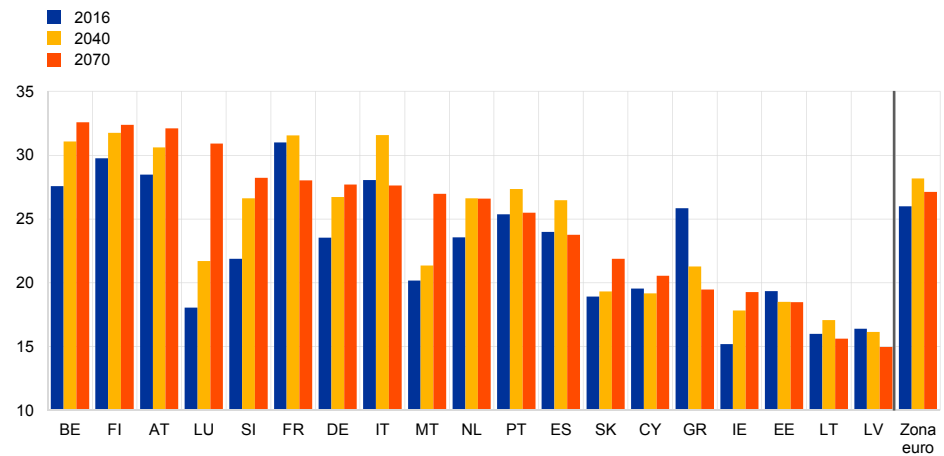
¹⁵ Véase un análisis de los retos relacionados con los costes que plantea el envejecimiento de la población y el papel de las reformas de las pensiones en el artículo titulado «The economic impact of population ageing and pension reforms», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2018.

¹⁶ En comparación con el informe sobre el envejecimiento de 2015, se prevé que los costes públicos totales relacionados con el envejecimiento de la población en la zona del euro aumenten 0,6 puntos porcentuales más entre 2016 y 2060, el año de cierre de las proyecciones anteriores. Sin embargo, los costes del envejecimiento proyectados para 2060 se mantienen básicamente sin cambios, en el 27,6 % del PIB, debido a la revisión a la baja de los costes correspondientes a 2016.

niveles superiores al 30 % del PIB) se registrarán en Bélgica, Luxemburgo, Austria y Finlandia, frente a unos costes de alrededor del 15 % del PIB en Letonia y Lituania (véase gráfico A). Durante el horizonte de proyección se espera que estos costes aumenten en once países, que prácticamente no varíen en cuatro y que disminuyan en otros cuatro. Los incrementos más notables están previstos en Luxemburgo, seguido de Malta, Eslovenia y Bélgica, mientras que los descensos más pronunciados corresponderán a Grecia y a Francia (véase gráfico B).

Gráfico A Costes públicos totales del envejecimiento

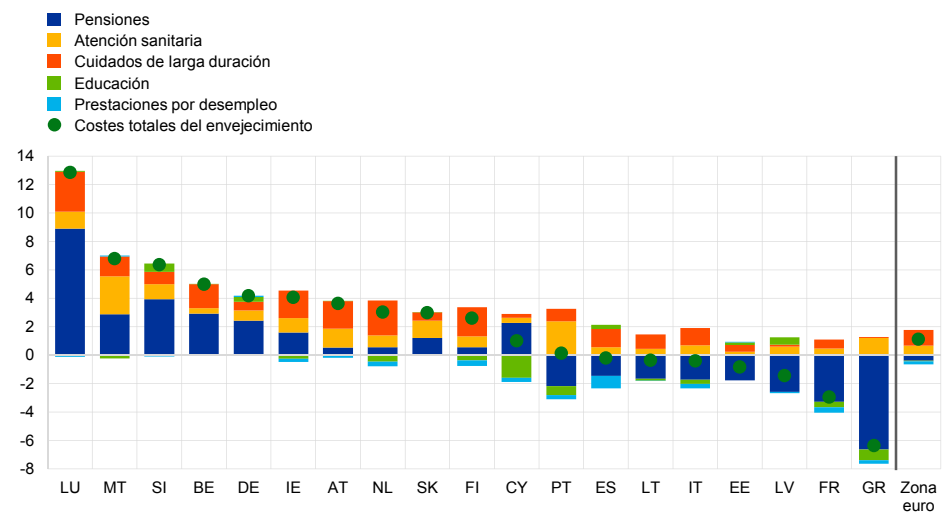
(porcentajes del PIB; 2016, 2040 y 2070)



Fuentes: «The 2018 Ageing Report» y cálculos del BCE.
Nota: Media ponderada para la zona del euro.

Gráfico B Variación de los costes públicos totales asociados al envejecimiento y de sus componentes

(puntos porcentuales del PIB; 2016-2070)



Fuentes: «The 2018 Ageing Report» y cálculos del BCE.
Nota: Media ponderada para la zona del euro.

Las proyecciones de los costes totales relacionados con el envejecimiento se ven considerablemente afectadas por los costes de las pensiones públicas, seguidos de los correspondientes a la atención sanitaria y a los cuidados de larga duración¹⁷. En promedio, se espera que los costes de las pensiones públicas en la zona del euro aumenten 1,3 puntos porcentuales del PIB hasta 2040, pero que disminuyan 0,4 puntos porcentuales del PIB en el conjunto del horizonte de proyección, hasta situarse en el 11,9 % del PIB en 2070. No obstante, se observa una heterogeneidad significativa entre países. Los costes de las pensiones públicas son la principal causa del incremento de los costes asociados al envejecimiento en Bélgica, Luxemburgo, Eslovenia, Alemania, Malta y Chipre, mientras que contribuyen notablemente al descenso de estos costes en Grecia y Francia. En cambio, en todos los países, la contribución de la atención sanitaria y de los cuidados de larga duración a la variación de los costes totales del envejecimiento es positiva, pese a la gran heterogeneidad entre países (véase gráfico B).

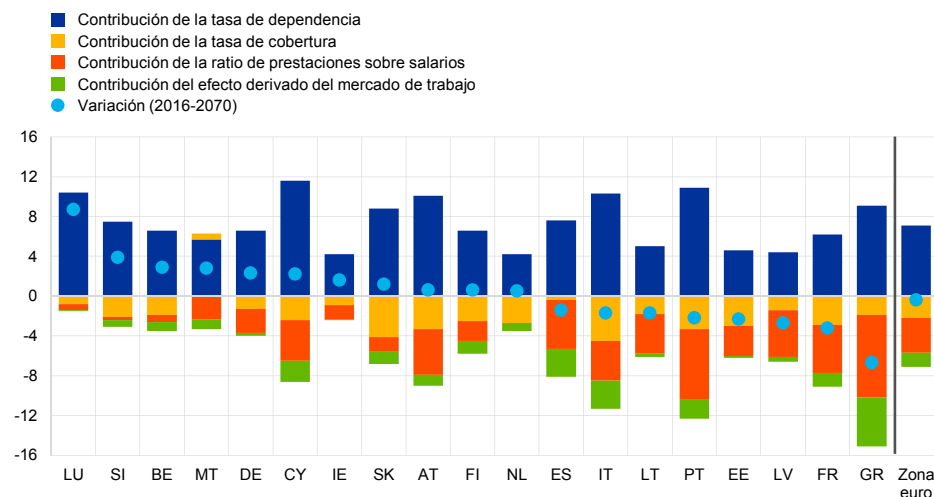
La dinámica de los costes de las pensiones públicas está determinada por factores opuestos. Por un lado, se prevé que el avance de la tasa de dependencia resultante del envejecimiento de la población incremente las presiones sobre el coste de las pensiones en todos los países. Por otro, se espera que este impacto se vea compensado por los descensos proyectados en otros factores, concretamente: i) la ratio de prestaciones sobre salarios; ii) la tasa de cobertura, y iii) el efecto derivado del mercado de trabajo (véase gráfico C). La disminución de la ratio de prestaciones sobre salarios (es decir, el importe total de las prestaciones por pensiones en relación con el de los salarios) refleja reformas anteriores que reducen la acumulación de derechos por pensiones, pero también supuestos relativamente favorables con respecto a la productividad total del empleo y de los factores, a través de su impacto sobre los salarios. La tasa de cobertura (es decir, el número de pensionistas en relación con el número de personas mayores de 65 años) se reducirá en casi todos los países, debido principalmente a las medidas que restringen el acceso a la jubilación anticipada y elevan la edad legal de jubilación. Por último, se prevé que disminuya el efecto derivado del mercado de trabajo (es decir, el impacto sobre los costes de las pensiones de cambios en el mercado de trabajo que afecten al empleo, a la jornada laboral y a la tasa de actividad de las personas mayores) como consecuencia de las reformas (por ejemplo, promocionando vidas laborales más largas) y del supuesto de que la tasa de desempleo converge a una tasa estructural más baja en el largo plazo. En conjunto, la evolución proyectada de los costes de las pensiones es resultado, en parte, de las reformas emprendidas con anterioridad, pero también de los supuestos relativamente favorables subyacentes.

¹⁷ En 2016, casi la mitad de los costes totales asociados al envejecimiento correspondieron al gasto en pensiones (45 %), seguido, en menor proporción, por el de atención sanitaria (27 %), educación (18 %), cuidados de larga duración (6 %) y prestaciones por desempleo (3 %).

Gráfico C

Determinantes de las proyecciones de los costes de las pensiones

(puntos porcentuales del PIB; 2016-2070)



Fuentes: «The 2018 Ageing Report» y cálculos del BCE.
Nota: Media ponderada para la zona del euro.

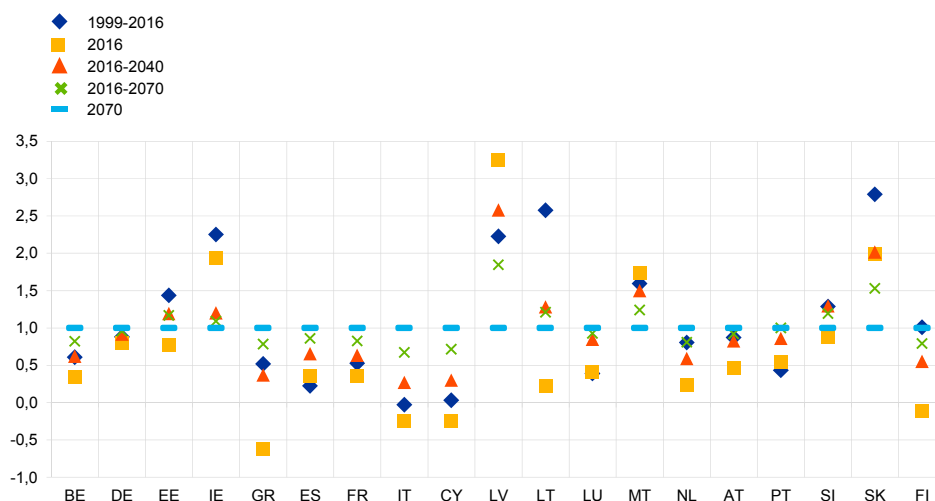
Las proyecciones del informe sobre el envejecimiento están sujetas a riesgos al alza importantes que tienen su origen en los favorables supuestos subyacentes.

Si los supuestos demográficos y macroeconómicos utilizados no se materializan según lo previsto, el resultado serían unos costes asociados al envejecimiento considerablemente más elevados. Se asume que la productividad total de los factores converge a una tasa de crecimiento anual del 1 % en todos los países, lo que implica una mejora sustancial para la mayoría de ellos en relación con los valores actuales (véase gráfico D). Asimismo, se prevé que el paro estructural se reduzca hasta situarse en una tasa media del 6,8 % en el largo plazo, frente al 10,2 % de 2016. Aunque las proyecciones se realizan bajo el supuesto de mantenimiento de las políticas económicas actuales, es muy improbable un aumento significativo de la productividad y una reducción de las tasas de paro estructural sin que se lleven a cabo reformas estructurales importantes. Además, las proyecciones de población de Eurostat para varios países parecen optimistas, si se comparan con las elaboradas por las autoridades nacionales o por Naciones Unidas.

Gráfico D

Productividad total de los factores: tasas de crecimiento anteriores, actuales y proyectadas

(porcentajes medios anuales)



Fuentes: «The 2018 Ageing Report», Comisión Europea y cálculos del BCE.

Otros riesgos están relacionados con la posible reversión de las reformas aprobadas.

El informe se basa en la premisa de que todas las reformas de los sistemas de pensiones promulgadas en los últimos años se aplicarán íntegramente. Sin embargo, en algunos países (como Italia y España), parece existir un riesgo alto de que se revoquen las reformas en materia de pensiones adoptadas con anterioridad. Asimismo, el riesgo de no aplicación de las reformas podría elevarse en los países que actualmente prevén retrocesos importantes de los ratios de prestaciones por pensiones. Por otro lado, en esos casos existe el riesgo de que aumenten de forma continua las transferencias de asistencia social si los sistemas privados de pensiones no cubren las carencias resultantes.

En general, en diversos países es necesario acometer nuevas reformas para frenar la subida prevista de los costes públicos asociados al envejecimiento en un entorno en el que los niveles de deuda pública son ya elevados.

Con este trasfondo, será importante que los países tomen medidas adicionales decisivas y realicen mayores esfuerzos de reformas estructurales en materia de pensiones, atención sanitaria y cuidados de larga duración.

5 Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo de 2018

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Nadine Leiner-Killinger

El 23 de mayo, la Comisión Europea publicó su paquete de primavera del Semestre Europeo de 2018 con recomendaciones para los Estados miembros.

Este paquete incluye recomendaciones específicas por país (REP) sobre políticas económicas y fiscales para todos los Estados miembros de la UE¹⁸. También contiene recomendaciones relativas a la implementación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la Unión Europea dirigidas a algunos países¹⁹. En relación con las políticas fiscales, las recomendaciones se centran, en particular, en el cumplimiento del PEC por parte de los Estados miembros sobre la base de las previsiones de primavera de 2018 de la Comisión y de su evaluación de los planes de los países que figuran en las actualizaciones de los programas de estabilidad y convergencia publicados en abril. La labor del Semestre Europeo de este año es importante, especialmente con vistas a evitar que se repitan los errores cometidos antes de la crisis financiera, cuando no se constituyeron suficientes colchones fiscales en épocas de bonanza económica y la posterior recesión se vio agravada por la repentina necesidad de un endurecimiento procíclico de la política fiscal. En este contexto, en este recuadro se analizan las recomendaciones de política fiscal dirigidas a 18 países de la zona del euro (es decir, excluyendo a Grecia).

El paquete de primavera señala una mejora de la situación presupuestaria de los países de la zona del euro, pero también divergencias considerables entre unos y otros, pues algunos países, dadas sus elevadas ratios de deuda pública, siguen siendo vulnerables a perturbaciones. Según las previsiones de primavera de 2018 de la Comisión Europea, en 2017, diez países de la zona del euro alcanzaron o superaron sus objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP) o registraron situaciones presupuestarias en términos estructurales cercanas a sus OMP (véase gráfico A). Ello debería ayudar a reducir las ratios de deuda pública y a reforzar las finanzas públicas en previsión de una posible desaceleración económica. Al mismo tiempo, algunos países aún están lejos de sus OMP, en especial aquellos cuya deuda pública asciende a más del 90 % del PIB. Los elevados niveles de deuda pública hacen que las finanzas públicas sean vulnerables a futuras contracciones macroeconómicas. Conllevan el riesgo de que sea necesario endurecer las políticas fiscales en épocas en las que se

¹⁸ Salvo para Grecia, cuya evolución fiscal se seguirá vigilando dentro del marco del programa del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) mientras esté vigente (hasta agosto de 2018). Por tanto, Grecia estaba exenta de la obligación de presentar un plan presupuestario a medio plazo (Programa de Estabilidad) y un Programa Nacional de Reformas en abril, y no recibió recomendaciones.

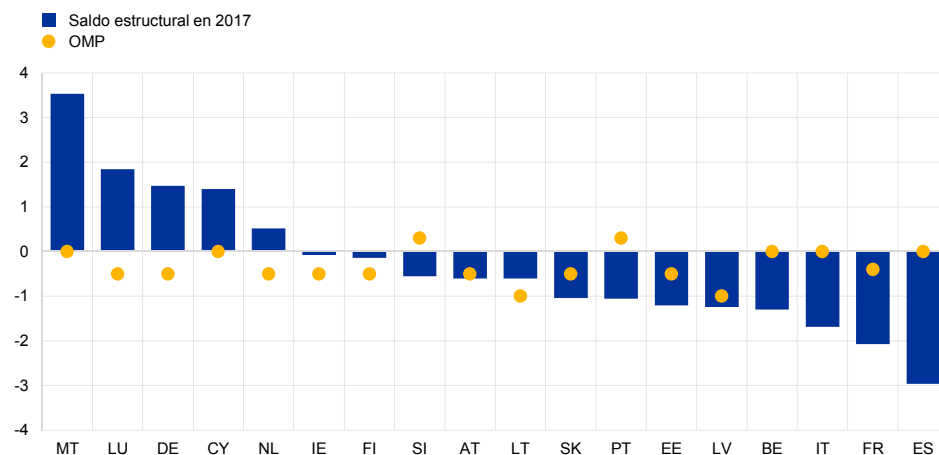
¹⁹ El 22 de junio, los ministros de Economía y Finanzas de los Estados miembros finalizaron y aprobaron las REP. Su aprobación por el Consejo Europeo está prevista para el 28-29 de junio. El Semestre Europeo de 2018 concluirá formalmente con la adopción de las REP por parte del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (Consejo ECOFIN) en la reunión que se celebrará el 13 de julio.

debería dejar actuar a las propiedades estabilizadoras de las políticas fiscales para sostener la economía²⁰.

Gráfico A

Saldos estructurales en 2017 y OMP

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico presenta los saldos estructurales de los países en 2017 y sus OMP. Según el Vademécum sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Comisión, se considera que los países cuyo saldo estructural se sitúa dentro del margen de tolerancia del OMP del 0,25 % del PIB han alcanzado su OMP.

Se espera que las políticas fiscales sean expansivas en la gran mayoría de los Estados miembros en 2018, incluso en aquellos con una elevada deuda pública.

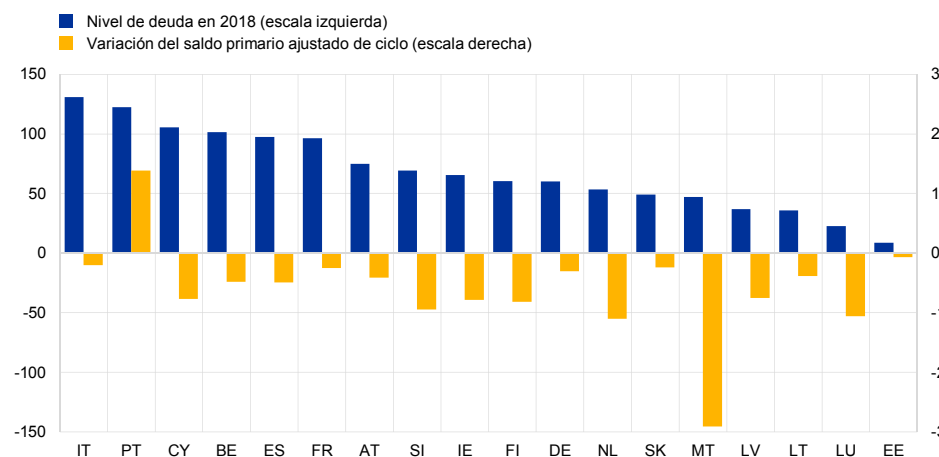
De acuerdo con las previsiones de la Comisión Europea, la orientación de la política fiscal, medida por la variación del saldo primario ajustado de ciclo, será expansiva en casi todos los países de la zona del euro este año (véase gráfico B). Esto obedece al hecho de que se espera que algunos países que consiguieron sus OMP en 2017 consuman parte de sus superávits presupuestarios. Sin embargo, el tono expansivo previsto también refleja la relajación de la política fiscal en algunos países que todavía tienen ratios de deuda elevadas y necesitan mayor consolidación.

²⁰ Para obtener una visión general de las consecuencias económicas de una elevada deuda pública, véase el artículo titulado «Estrategias de reducción de la deuda pública en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

Gráfico B

Ratio de deuda pública/PIB y orientación de la política fiscal: 2018

(escala izquierda: en porcentaje del PIB; escala derecha: puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Nota: La orientación de la política fiscal se mide por la variación del saldo primario ajustado de ciclo.

Las proyecciones de la Comisión Europea apuntan a que la mayoría de los países que no han alcanzado aún situaciones presupuestarias saneadas no cumplirán en 2018 sus compromisos adquiridos en el marco del PEC. De los siete países de la zona del euro que la Comisión considera que corren el riesgo de desviarse significativamente del componente preventivo del PEC en 2018, cuatro —Bélgica, Francia, Italia y Portugal— tienen una ratio de deuda/PIB superior al 90 %. Además, se espera que España, que es el único país sujeto a un procedimiento de déficit excesivo (PDE) en 2018, cumpla el plazo establecido en el PDE —2018— para corregir su déficit, aunque este logro esconde un deterioro significativo del saldo estructural, frente a la mejora recomendada²¹.

Mientras que, en general, las REP reflejan el principio básico de aprovechar las épocas de bonanza económica para reconstituir los colchones, se están aplicando algunas excepciones respecto al procedimiento habitual²². Para España y Eslovenia, las REP prevén que las exigencias de ajuste estructural para 2019 serán inferiores a las acordadas en la matriz del componente preventivo del PEC, en concreto, el 0,65 % del PIB, en vez del 1 % del PIB²³. La desviación con respecto a las exigencias de la matriz se basa en consideraciones económicas, en especial en la elevada tasa de paro. La evaluación *ex post* de cumplimiento del PEC en 2019 admitirá un margen de desviación para los resultados de 2018. Este

²¹ Según las previsiones de primavera de 2018 de la Comisión, España no llegará al objetivo de déficit del 2,2 % del PIB establecido en el PDE (por 0,4 puntos porcentuales del PIB, aproximadamente), debido a un deterioro significativo del saldo estructural (de 0,3 puntos porcentuales, frente a la mejora recomendada de 0,5 puntos porcentuales).

²² Véase también la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Europeo de Inversiones: Semestre Europeo de 2018: Recomendaciones específicas por país, COM(2018) 400 final.

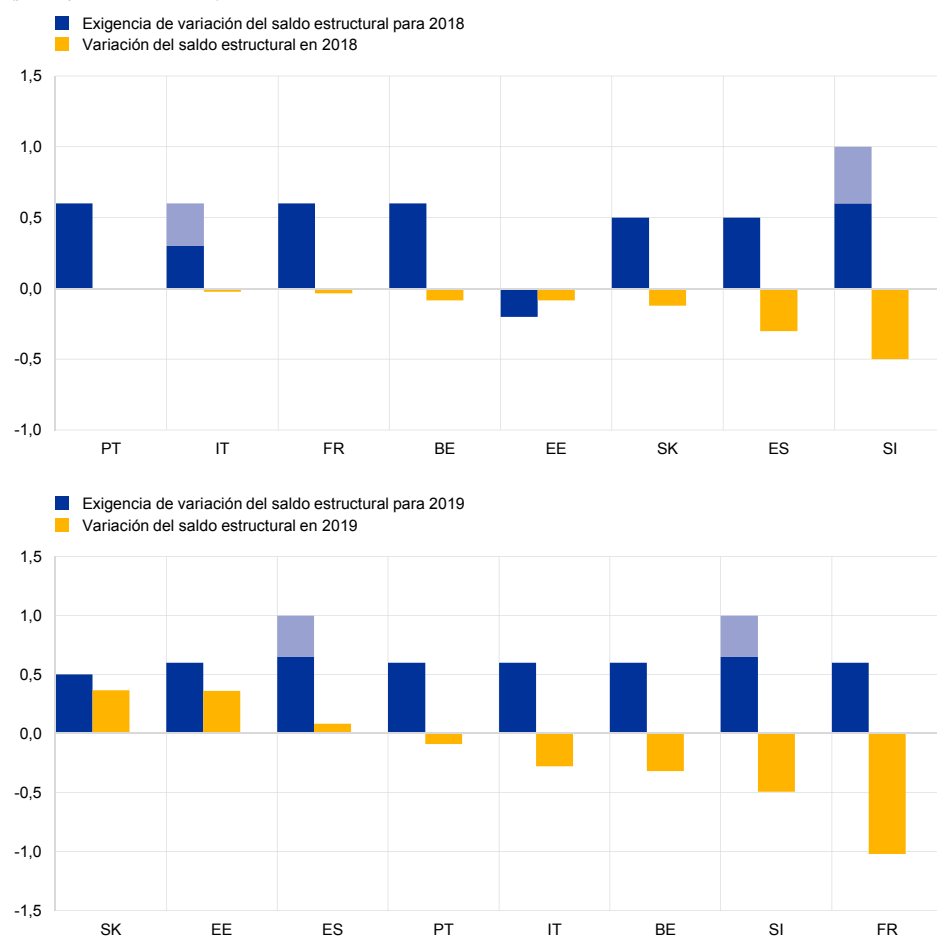
²³ Esta matriz diferencia las necesidades de ajuste por los niveles de la brecha de producción y de la deuda pública. Se basa en el principio de que las épocas de coyuntura económica favorable y la elevada deuda pública justifican unas mayores necesidades de ajuste. Para un análisis al respecto, véase el recuadro titulado «Flexibility within the Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2015.

enfoque sigue la rebaja «discrecional» de las exigencias de ajuste de dos países en 2018, del 0,6 % al 0,3 % del PIB para Italia, y del 1 % al 0,6 % del PIB para Eslovenia (véase gráfico C), en este caso sin ningún margen de desviación adicional. Esta aplicación del PEC es a costa de reducir la transparencia, la coherencia y la previsibilidad del marco.

Gráfico C

Exigencias de ajuste según el PEC para 2018 y 2019 para los países de la zona del euro que no han alcanzado su OMP en 2017

(puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Notas: Las exigencias de ajuste estructural para cada año son las que figuran en las REP. Para 2019 se cuantifican en las recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo de 2018. Las áreas sombreadas en azul claro dentro de las barras respectivas reflejan el hecho de que las exigencias de ajuste son inferiores a las previstas en la matriz del componente preventivo. Para 2019, las previsiones de la Comisión se basan en un escenario que no contempla cambios en las políticas, a falta de presupuestos para dicho año.

Las REP recomiendan a los países que han alcanzado o superado sus OMP que utilicen el espacio fiscal para aumentar su producto potencial. Sin embargo, es preciso actuar con cautela, ya que los superávits presupuestarios también reflejan vientos de cola procedentes de un ciclo de dinamismo que se invertirá en el futuro. Por este motivo se ha de seguir atentamente la evolución del gasto.

El 23 de mayo, la Comisión Europea también formuló recomendaciones para algunos países de la zona del euro relativas a la implementación del PEC. La

Comisión adoptó informes para Bélgica e Italia con arreglo al artículo 126, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en los que valora su cumplimiento con el criterio de deuda del Tratado. En el caso de Italia, la Comisión concluyó que el criterio de deuda «debe considerarse cumplido en la actualidad» porque considera que las políticas fiscales cumplen, en líneas generales, el componente preventivo del PEC en 2017. Para Bélgica, el informe de la Comisión concluye que no hay pruebas suficientemente sólidas que permitan establecer que Bélgica no cumplió los requisitos del componente preventivo, por lo que no se ha podido concluir si el criterio de deuda se cumple o no. Dado que se espera que ambos países se desvíen significativamente de las exigencias del componente preventivo del PEC este año, la Comisión volverá a evaluar el cumplimiento de las reglas fiscales por parte de ambos países sobre la base de datos *ex post* para 2018. Sin embargo, considerar que el «cumplimiento general» del componente preventivo es un factor relevante esencial, y no tener en cuenta el incumplimiento del valor de referencia para la reducción de la deuda, merma la eficacia de la regla sobre la deuda. Entraña el riesgo de que el alto nivel de deuda no disminuya con suficiente rapidez²⁴. Por último, la Comisión recomendó la derogación del procedimiento de déficit excesivo (PDE) de Francia en el plazo fijado, el año 2017, y el Consejo adoptó la decisión correspondiente el 22 de junio.

La reciente volatilidad de los mercados financieros pone de relieve la necesidad de aprovechar el favorable entorno macroeconómico actual con mayor determinación para constituir colchones fiscales y reducir el elevado nivel de deuda. Por tanto, las reglas fiscales acordadas en la UE deben cumplirse y aplicarse íntegra y coherentemente en todos los países y a lo largo del tiempo. Ello es indispensable para poder confiar en la moneda común y avanzar hacia la culminación de la Unión Económica y Monetaria.

²⁴ Para obtener una visión general del funcionamiento de la regla sobre la deuda del PEC, véase el artículo titulado «Estrategias de reducción de la deuda pública en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

Artículos

1 La inversión extranjera directa y sus determinantes desde una perspectiva global y de la UE

Federico Carril-Caccia y Elena Pavlova

La relevancia de la inversión extranjera directa (IED) como fuente de actividad económica se ha acrecentado con rapidez durante la última década. Entre 2000 y 2016, la proporción del stock de IED en el PIB mundial aumentó del 22 % al 35 %. Tras experimentar un descenso durante la Gran Recesión, las fusiones y adquisiciones, el componente más dinámico de la IED, se han recuperado, alcanzando un importe récord de 1,2 billones de dólares estadounidenses en el primer trimestre de 2018. El incremento de los flujos de IED tiene consecuencias importantes tanto para los países de origen como para los de destino, en términos, por ejemplo, de crecimiento económico, productividad, salarios y empleo. Además, la expansión de las empresas multinacionales ha ido acompañada de la creación de complejas cadenas de producción transfronterizas, lo que también tiene repercusiones importantes.

En este artículo se presentan varias conclusiones sobre los aspectos más destacados de la evolución y de los determinantes de la IED durante la pasada década a escala tanto mundial como de la UE. Desde principios de la década de 2000, el panorama global de la IED ha experimentado un cambio gradual, ya que las economías emergentes han adquirido mayor importancia como origen y destino de este tipo de inversión. Estas economías han atraído una proporción creciente de los flujos de IED, y en 2013 recibieron más del 50 % de los flujos totales de IED. Por otra parte, estos flujos están determinados por un número relativamente reducido de fusiones y adquisiciones. En 2016, las fusiones y adquisiciones por importe superior a 1.000 millones de dólares representaron solo el 1 % de todos los proyectos de IED, aunque generaron el 55 % de los flujos totales. Además, la evidencia sugiere que la IED y las exportaciones no son estrategias sustitutivas, sino complementarias, a la hora de acceder a mercados exteriores. Por último, desde 2008, los países de la UE ya no son los principales inversores y receptores de IED del mundo. No obstante, un análisis econométrico muestra que la pertenencia a la UE aumenta sustancialmente los flujos de IED en los países miembros.

Introducción

En la última década se produjo un aumento considerable de la IED. Entre los años 2000 y 2016, los stocks de IED se incrementaron desde el 22 % hasta el 35 % del PIB mundial. La IED, definida como una situación en la que una empresa posee

al menos el 10 % de otra ubicada en un país diferente²⁵, es efectuada por multinacionales que invierten en el extranjero, ya sea a través de nuevos proyectos de inversión (*greenfield investments*), es decir, de la constitución de filiales en el exterior, o de fusiones y adquisiciones²⁶.

La IED puede reportar diversos beneficios al país receptor. La llegada de empresas multinacionales a un país puede promover la eficiencia a través de una mayor competencia. También puede tener efectos positivos en la productividad, ya que las multinacionales integran a las empresas locales en sus procesos de producción a través de vínculos hacia delante (*forward*) y hacia atrás (*backward*). Además, estas multinacionales suelen proporcionar nueva tecnología y acceso a nuevos mercados, mejorando la formación y la cualificación de la mano de obra local e incrementando los salarios y el empleo. El alcance de estos resultados positivos dependerá, en parte, de la capacidad de absorción del país de destino²⁷. En el caso de los países de la UE, la evidencia disponible confirma el impacto positivo de la IED²⁸.

Tradicionalmente, las economías avanzadas han desempeñado un destacado papel como origen y destino de la IED. Hasta que comenzó la Gran Recesión, casi el 90 % de los flujos de salida de IED procedían de economías avanzadas, destacando especialmente los países de la UE, ya que representaban alrededor del 50 % de las salidas de IED a nivel mundial. Al mismo tiempo, la UE y otras economías avanzadas atraían entre el 60 % y el 70 % de las entradas de IED.

A partir de 2008 se observó un cambio sustancial en el panorama global de la IED. Los flujos de entrada y de salida de IED hacia economías emergentes y desde ellas comenzaron a cobrar mayor importancia. En 2014, estas economías representaban el 41 % de las entradas y el 56 % de las salidas de IED a nivel

²⁵ Véase *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional, Sexta Edición (BPM6)*, Fondo Monetario Internacional, 2009.

²⁶ Los nuevos proyectos de inversión obedecen al deseo de las multinacionales de explotar su ventaja competitiva en el exterior. Esta modalidad de inversión se basa en realizar actividades económicas que sean muy similares o se complementen con las que desarrolla la empresa matriz. Las fusiones y adquisiciones conllevan la compra de al menos el 10 % de las acciones de una empresa ya existente y persiguen la consecución de los siguientes objetivos: i) incrementar la cuota de mercado mediante la adquisición de empresas competidoras; ii) explotar las sinergias entre las empresas inversoras y las empresas objetivo (por ejemplo, en términos de tecnología), y iii) internalizar activos concretos del país de destino (por ejemplo, cuota de mercado o conocimiento institucional). Véanse R. B. Davies, R. Desbordes y A. Ray, «Greenfield versus Merger & Acquisition FDI: Same Wine, Different Bottles?», *UCD Centre for Economic Research Working Paper Series*, WP15/03, University College Dublin School of Economics, 2015, y V. Nocke y S. R. Yeaple, «Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity», *Journal of International Economics*, vol. 72(2), 2007, pp. 336-365.

²⁷ Véase M. Blomström y A. Kokko, «Multinational Corporations and Spillovers», *Journal of Economic Surveys*, vol. 12(3), 1998, pp. 247-277.

²⁸ Véanse, por ejemplo, A. Ashraf, D. Herzer y P. Nunnenkamp, «The Effects of Greenfield FDI and Cross-border M&As on Total Factor Productivity», *The World Economy*, vol. 39(11), 2016, pp. 1728-1755; O. Bertrand, «Effects of foreign acquisitions on R&D activity: Evidence from firm-level data for France», *Research Policy*, vol. 38(6), 2009, pp. 1021-1031; N. Bloom, R. Sadun y J. Van Reenen, «Americans Do IT Better: US Multinationals and the Productivity Miracle», *American Economic Review*, vol. 102(1), 2012, pp. 167-201; B. Dachs y B. Peters, «Innovation, employment growth, and foreign ownership of firms: A European perspective», *Research Policy*, vol. 43(1), 2014, pp. 214-232, y S. Girma y H. Görg, «Evaluating the foreign ownership wage premium using a difference-in-differences matching approach», *Journal of International Economics*, vol. 72(1), 2007, pp. 97-112.

mundial, mientras que, en la UE, estos porcentajes habían disminuido hasta situarse solo en el 15 % y el 18 %, respectivamente.

En este artículo se presentan las principales tendencias y factores

determinantes de la IED. En la sección 2 se describen algunos de los principales aspectos de su evolución. La sección 3 se centra en los determinantes de la IED y la sección 4 aborda la relación entre la IED y las exportaciones, en concreto, si son complementarias o sustitutivas. Por último, en la sección 5 se analiza la evolución en el tiempo de la IED en países de la UE pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro, incluidas las ventajas de formar parte de la UE/zona del euro para atraer IED.

Conclusiones

La importancia de la IED ha aumentado de forma significativa en los últimos 16 años, pasando de representar el 22 % a representar el 35 % del PIB mundial.

Tradicionalmente, la IED tenía su origen en economías avanzadas, pero desde la Gran Recesión se han producido dos cambios importantes:

- Las economías emergentes han ganado peso como origen y destino de los flujos de IED a escala global. Desde 2013, estas economías han logrado atraer más del 50 % del total de entradas de IED y su contribución al total de flujos de salida de este tipo de inversión ha sido de casi el 30 %.
- Al mismo tiempo, la proporción de flujos de entrada y de salida de IED hacia las economías avanzadas y desde ellas, en particular la UE, ha ido disminuyendo gradualmente.

La IED la efectúan las empresas más productivas de los países de origen a través de fusiones y adquisiciones y de nuevos proyectos de inversión.

La importancia de cada modalidad de inversión depende de los países de origen y de destino involucrados y del sector al que se dirige. Un número relativamente reducido de operaciones determinan en gran medida los flujos de IED. Más concretamente:

- Si se analizan las entradas de IED, las fusiones y adquisiciones son la principal vía de acceso a los países de la UE y a otras economías avanzadas, mientras que los nuevos proyectos de inversión constituyen el canal más habitual de entrada de la IED en las economías emergentes. En cuanto a las salidas de IED, la importancia de ambas modalidades de inversión es similar para la UE y otras economías avanzadas, mientras que los nuevos proyectos de inversión son el tipo de IED preferido en el caso de los países emergentes. Alrededor del 70 % de las fusiones y adquisiciones se concentran en el sector servicios, mientras que los nuevos proyectos de inversión están distribuidos de forma equitativa entre las manufacturas y los servicios.
- Las multinacionales más importantes suelen proceder de economías avanzadas, y algunas tienen un tamaño en términos de ventas, activos y

número de empleados comparable con el PIB y la población activa de países enteros. La IED total está impulsada, en gran parte, por un número reducido de operaciones de fusión y adquisición de gran envergadura. En 2016, las fusiones y adquisiciones de este tipo representaron solo el 1 % de los proyectos de IED del mundo, pero el 55 % del total de flujos de IED. La mayoría de estas operaciones consistieron en la adquisición de empresas del sector servicios.

La IED puede tener diversos efectos positivos en las economías receptoras. La IED orientada a acceder a un mercado se canaliza hacia economías en proceso de convergencia con potencial de mercado, mientras que la IED centrada en la búsqueda de activos trata de asegurar que las empresas multinacionales tengan acceso a capacidades nuevas o complementarias. La IED que pretende explotar recursos naturales se destina a economías emergentes, pero la existencia de numerosos recursos de este tipo en un país receptor también puede frenar la IED en determinadas circunstancias. La IED destinada a promover la eficiencia está impulsada principalmente por unos costes laborales bajos. Una calidad institucional elevada, la facilidad para hacer negocios y la estabilidad macroeconómica pueden ayudar a atraer IED, ya que estos factores reducen los riesgos adversos asociados a la inversión. Por último, las fusiones y adquisiciones básicamente complementan, más que sustituyen, al comercio internacional.

En cuanto a Europa, la pertenencia a la UE y a la zona del euro ha impulsado la IED entre los países miembros. Los países de la UE tienen, en promedio, menos restricciones a la IED que el resto del mundo. No obstante, desde la Gran Recesión, la UE ya no es el principal inversor y receptor de IED del mundo, y su cuota en el total mundial ha disminuido gradualmente. Con todo, la reducción de las entradas y salidas de IED ha sido más acentuada en los países que no forman parte de la zona del euro que en los países de la zona, ya que estos últimos han seguido recibiendo flujos considerables de IED, procedentes fundamentalmente de otras economías avanzadas de fuera de la UE.

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

Medición e interpretación del coste del capital en la zona del euro

André Geis, Daniel Kapp y Kristian Loft Kristiansen

La emisión de acciones es una de las principales fuentes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro, lo que le convierte en un importante factor de transmisión de la política monetaria. Así pues, desde la perspectiva de los bancos centrales, resulta esencial mejorar la medición y el conocimiento del coste del capital.

A diferencia del coste de la deuda, que ha disminuido sustancialmente en los últimos años, el coste del capital se ha mantenido relativamente estable en niveles elevados. Los resultados del análisis llevado a cabo en este artículo sugieren que el nivel persistentemente alto de la «prima de riesgo bursátil implícita en el precio de las acciones» (en adelante, PRB) ha sido el principal factor que ha sustentado el elevado coste del capital de las sociedades no financieras de la zona de euro. De hecho, desde el comienzo de la crisis financiera mundial, las subidas de la PRB han compensado en gran medida la caída de la rentabilidad de los activos libres de riesgo.

En este artículo se argumenta que es posible mejorar el modelo de referencia que se utiliza habitualmente para calcular el coste del capital y la PRB, es decir, el modelo de descuento de dividendos de tres etapas. En concreto, se puede mejorar incorporando las expectativas de beneficios a corto plazo, descontando los dividendos abonados a los inversores con un factor de descuento con un plazo adecuado, y considerando las recompras de acciones. Ello, a su vez, reforzaría la teoría y la base del modelo y permitiría generar estimaciones más robustas. Cabe señalar que parece que las recompras de acciones influyen, sobre todo en lo que respecta al nivel de la prima de riesgo. Pese a estas mejoras en el método de modelización, la estimación de la prima de riesgo, en especial de su nivel, sigue estando sujeta a una incertidumbre considerable. Finalmente, dicha incertidumbre hace recomendable el uso de una variedad de modelos y estimaciones de encuestas, así como que se preste especial atención a la evolución de la prima, más que a su nivel.

Desde un punto de vista empírico, el artículo demuestra que la modelización del coste del capital puede utilizarse para identificar los distintos factores determinantes de las fluctuaciones en los precios de las acciones. Esto es útil a efectos de la política monetaria, dado que las variaciones en los precios de las acciones pueden contener información importante sobre las perspectivas económicas y requieren un seguimiento para proteger la estabilidad financiera. Además, el artículo muestra que añadir un prisma internacional al análisis de la PRB para el conjunto del mercado puede aportar información valiosa a las autoridades. Por ejemplo, parece que el mayor recurso a las recompras de acciones entre las empresas estadounidenses que entre las de la zona del euro explica en parte que la reciente caída de la PRB haya sido más acusada en Estados Unidos que en la zona del euro.

Introducción

Aunque los recursos propios son una fuente de financiación importante para las sociedades no financieras de la zona del euro, resulta difícil calcular el coste real de captar dichos recursos. A diferencia del coste de la deuda, que suele ser fácilmente observable, el coste del capital, que representa la rentabilidad que demandan los inversores por asumir el riesgo de poseer las acciones, ha de estimarse y, por ello, la magnitud y la trayectoria de esta variable —que es importante desde la perspectiva de la financiación de las empresas, la inversión o las autoridades económicas— están sujetas a una incertidumbre significativa. Así pues, cabría esperar que las mejoras en las estrategias que se utilizan habitualmente para estimar el coste del capital aportaran considerables ventajas a las empresas, a los inversores y a las autoridades, al permitirles tomar decisiones mejor fundadas.

Desde la perspectiva de un banco central, es deseable mejorar las estimaciones del coste del capital por tres razones principales, parcialmente relacionadas entre sí:

- **El coste del capital forma parte del mecanismo de transmisión de la política monetaria.** Los cambios en la orientación de la política monetaria pueden afectar a los precios de las acciones y al coste del capital por tres vías: las posibles implicaciones para los beneficios empresariales futuros, los tipos de interés utilizados para descontar dichos beneficios y las percepciones del riesgo. El coste marginal de una unidad adicional de capital, comparado con la rentabilidad marginal de una unidad adicional de inversión, puede contribuir a determinar la viabilidad de un proyecto de inversión. En consecuencia, las variaciones del coste del capital pueden frenar o estimular la inversión empresarial. Asimismo, la evolución del precio de las acciones puede influir también, en cierta medida, en la riqueza financiera de los hogares y, por tanto, en sus decisiones de consumo.
- **Las variaciones en los determinantes del coste del capital pueden revelar la visión de los participantes en los mercados sobre las perspectivas económicas, lo que explica por qué los bancos centrales utilizan dichas variaciones como indicador del estado (esperado) de la economía.** En particular, los cambios en la percepción sobre la economía probablemente tendrán su reflejo en cambios similares en los precios de las acciones que representan un flujo descontado de beneficios futuros. Esta función de los precios de las acciones como indicador de la actividad económica también pone de relieve la importancia que tiene para los bancos centrales entender sus determinantes.
- **Los precios de las acciones y, por ende, el coste del capital han de ser objeto de seguimiento desde la perspectiva de la estabilidad financiera.** Es evidente que el coste del capital en relación con el coste de la deuda puede influir en las decisiones sobre la estructura de capital y el apalancamiento de las empresas. Asimismo, las cotizaciones que no son acordes con los fundamentos macroeconómicos podrían provocar correcciones desordenadas en los mercados de renta variable, con posibles efectos de contagio adversos sobre otras clases de activos y sobre la economía real. En circunstancias

extremas, esta situación también puede afectar al mecanismo de transmisión de la política monetaria. Por ello, en el informe titulado «Financial Stability Review» del BCE se examinan periódicamente los precios y las valoraciones de las acciones. Además, las hipótesis sobre las cotizaciones futuras constituyen un *input* para las proyecciones macroeconómicas del BCE y para las pruebas de resistencia de las entidades de crédito de la zona del euro.

Con este trasfondo, en este artículo se analizan diversos métodos para estimar el coste del capital de las empresas de la zona del euro, prestando especial atención a la PRB, que es el componente más difícil de calcular. En la sección 2 de este artículo se recuerda el papel de la financiación mediante acciones para las sociedades no financieras de la zona del euro y se analiza la evolución del coste del capital y de la PRB a lo largo del tiempo, incluyendo una comparación con otras formas de financiación empresarial. En la sección 3 se describen algunos métodos para estimar la PRB, incluidos el modelo de la Fed, el modelo de crecimiento de Gordon y el modelo de descuento de dividendos. Aunque cada modelo se presenta con su justificación subyacente, en la sección también se muestra una aplicación práctica del modelo de descuento de dividendos y en el recuadro 1 se introduce una nueva versión del modelo de descuento de dividendos, cuyo objetivo es solucionar varias de sus deficiencias. Por último, en la sección 5 se pone en perspectiva la prima de riesgo de la zona del euro, contrastando la evolución que ha seguido en la zona con su trayectoria en Estados Unidos. En la sección 6 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

Los recursos propios constituyen una fuente sustancial de financiación para las sociedades no financieras de la zona del euro, lo que hace que el coste del capital sea relevante desde una perspectiva de la política monetaria. El coste del capital de las empresas de la zona del euro, en comparación con el coste de la deuda, se ha mantenido en niveles relativamente altos desde el comienzo de la crisis financiera mundial, apoyado en una elevada prima de riesgo de las acciones.

Sin embargo, es difícil cuantificar el coste del capital. El conjunto de estimaciones presentadas en este artículo sugiere que, aun teniendo en cuenta las mejoras propuestas en los modelos, el nivel de la prima de riesgo sigue estando sujeto a una incertidumbre considerable. Por tanto, resulta recomendable utilizar una variedad de modelos a efectos de la política monetaria y centrar más la atención en la interpretación de la dinámica de la prima de riesgo. Mejorar los métodos de modelización existentes para el coste del capital tiene valor desde la perspectiva de la política monetaria, como demuestra la comparación realizada en este artículo entre las primas de riesgo en la zona del euro y en Estados Unidos. De hecho, la consideración de las recompras de acciones en las estimaciones del coste del capital puede explicar algunas de las diferencias observadas en el nivel y en la evolución de las primas de riesgo entre ambas regiones.

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

3 Medidas de inflación subyacente en la zona del euro

Michael Ehrmann, Gianluigi Ferrucci, Michele Lenza y Derry O'Brien

La inflación general puede ser una medida ruidosa que proporcione una señal distorsionada de las presiones inflacionistas a medio plazo relevantes para la política monetaria. Para ayudar a distinguir entre señal y ruido en los datos, los bancos centrales hacen un seguimiento de las medidas de inflación subyacente. Dado que esta puede medirse de muchas formas, es importante entender las propiedades de los diversos indicadores y qué factores pueden explicar las divergencias entre ellos. En este artículo se detallan las medidas de inflación subyacente que suelen utilizarse en el BCE y se evalúan en función de una serie de criterios empíricos.

Introducción

Los bancos centrales deberían ocuparse principalmente de las fuentes persistentes de presiones inflacionistas y no tanto de los movimientos transitorios y reversibles de la tasa de inflación. El objetivo de estabilidad de precios del Eurosistema consiste en mantener la inflación interanual medida por el IAPC (Índice Armonizado de Precios de Consumo) en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Dado que el IAPC comprende una amplia cesta de bienes y servicios, la evolución de su tasa interanual puede verse influida temporalmente por factores que son de carácter predominantemente coyuntural, como las variaciones de precios producidas por la variabilidad de los precios de las materias primas, por ejemplo, o las fluctuaciones que no están determinadas por fuerzas de mercado —como las de los precios administrados—, así como aquellas que afectan específicamente a determinados mercados de productos. Estos movimientos de precios transitorios pueden obviarse, sobre todo si es improbable que se traduzcan en efectos de segunda vuelta.

Los bancos centrales se enfrentan al problema de distinguir en tiempo real entre la «señal» de presiones inflacionistas a medio plazo contenida en los datos sobre el IAPC y el «ruido» generado por factores transitorios o idiosincrásicos. Para ello, las medidas de inflación subyacente son sometidas a un seguimiento regular. En general, su finalidad es obtener una estimación del nivel en el que se situará la inflación general a medio plazo después de que desaparezcan los factores transitorios. Conceptualmente, esto equivale a estimar la evolución del componente persistente (no observable) de la inflación, que en lo sucesivo se denominará simplemente «inflación tendencial»²⁹. Desde el punto de vista operativo, esta estimación puede realizarse con distintos niveles de complejidad estadística, que van desde excluir *a priori* algunos componentes de la inflación general debido a su volatilidad hasta estimar modelos estadísticos complejos que aprovechan la

²⁹ En adelante, el componente persistente de la inflación se define simplemente como «inflación tendencial», aunque existen distintas definiciones de este concepto. Por ejemplo, a más largo plazo, puede considerarse que la inflación tendencial refleja el objetivo cuantitativo de inflación y la credibilidad del banco central con respecto a su consecución.

variación de corte transversal de sus componentes, pasando por utilizar medias móviles simples de la inflación. Las medidas de inflación subyacente pueden proporcionar referencias intermedias verificables, además de un conjunto más amplio de datos macroeconómicos, para valorar las presiones inflacionistas a medio plazo. En la práctica, dado el elevado grado de incertidumbre inherente a estos indicadores, los bancos centrales utilizan una gran variedad de medidas en aras de una mayor robustez.

Para valorar la evolución de las medidas de inflación subyacente es preciso entender sus respectivas propiedades y analizar después los factores económicos que impulsan la inflación. Los distintos indicadores de inflación subyacente pueden emitir señales contradictorias, como ha ocurrido en los últimos años, lo que vuelve a poner el foco en la necesidad de revisar sus propiedades relativas en función de criterios conceptuales y empíricos. También ha de señalarse que las medidas de inflación subyacente solo proporcionan una perspectiva inicial sobre las presiones inflacionistas a medio plazo, a menudo basada únicamente en estadísticas. La valoración coyuntural de la evolución de estos indicadores debe ir seguida de un análisis de los determinantes con el fin de comprender mejor el proceso de la inflación; no obstante, dicho análisis queda fuera del alcance de este artículo³⁰.

Con este trasfondo, en este artículo se presentan las medidas de inflación subyacente utilizadas en el BCE y se evalúan sus propiedades en función de una serie de criterios empíricos. Para obtener una valoración global que pueda servir de apoyo a los responsables de la política monetaria no basta con comparar únicamente la evolución de las distintas medidas, sino que también es preciso entender de forma clara sus propiedades en coyunturas macroeconómicas diferentes y evaluarlas aplicando un conjunto bien definido de parámetros. A tal fin, en la sección 2 se describen las propiedades conceptuales de las medidas de inflación subyacente que suelen utilizarse en el BCE y en la sección 3 se evalúan estos indicadores en función de una serie de criterios empíricos. Por último, en la sección 4 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

Las medidas de inflación subyacente proporcionan información y perspectivas diferentes que, en conjunto, pueden ayudar a entender la evolución de la inflación general. Hacer un seguimiento de la evolución del IAPCX (IAPC, excluidos la energía y los alimentos) resulta de utilidad en períodos en los que se observan variaciones acusadas de carácter transitorio en los precios de la energía y de los alimentos. El IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, los artículos de vestir y el calzado, adquiere mucha relevancia cuando los efectos de calendario desempeñan un papel importante. Los indicadores que excluyen los valores atípicos también pueden servir a veces como complemento útil. El indicador Supercore (inflación «supersubyacente») va más allá y excluye los

³⁰ Véase evidencia reciente sobre los determinantes de la inflación, por ejemplo, en el artículo titulado «[Domestic and global drivers of inflation in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2017.

componentes que se estima que no son sensibles a las condiciones económicas internas en términos reales. No obstante, todos los componentes del IAPC vienen determinados, en cierta medida, por factores permanentes, aunque en un grado relativamente reducido en algunos casos, y pueden contener información útil sobre las presiones inflacionistas subyacentes. El modelo de factores dinámicos PCCI (componente persistente y común de la inflación) intenta aprovechar esta información capturando el factor permanente común a todos los componentes del IAPC y a varios países de la zona del euro.

Los resultados empíricos sugieren que ninguna medida de inflación subyacente es la mejor en todas las circunstancias, puesto que su comportamiento varía con el tiempo. En la práctica, cada uno conlleva ventajas e inconvenientes, lo que hace necesario un seguimiento de todas las medidas de inflación subyacente. En general, estos indicadores son solo una primera cuantificación de las presiones inflacionistas subyacentes a medio plazo y deben complementarse con un análisis más estructural de los determinantes para comprender mejor el proceso de la inflación.

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

Estadísticas

Índice

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

Información adicional

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

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre períodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro ²⁾ (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,5	1,9	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,3	1,8	1,7	6,8	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 II TR	1,0	0,8	0,2	0,5	1,8	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
III TR	1,0	0,8	0,5	0,5	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
IV TR	1,0	0,7	0,4	0,3	1,6	0,7	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4
2018 I TR	0,9	0,5	0,1	-0,2	1,4	0,4	2,2	1,9	2,2	.	1,3	2,2	1,3
2017 Dic	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,1	3,0	1,0	1,8	1,4
2018 Ene	-	-	-	-	-	-	2,2	1,8	2,1	3,0	1,4	1,5	1,3
Feb	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,2	2,7	1,5	2,9	1,1
Mar	-	-	-	-	-	-	2,3	2,0	2,4	2,5	1,1	2,1	1,3
Abr	-	-	-	-	-	-	.	.	2,5	2,4	0,6	1,8	1,2
May ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	2,8	2,4	.	.	1,9

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)						Importaciones de mercancías ¹⁾					
	Índice PMI compuesto					Pro memoria: Zona del euro	Índice PMI global ²⁾			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China		Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,4
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,4	3,1	6,9
2017 II TR	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,3	51,6	0,2	1,5	-0,6
III TR	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,4	1,0	1,6
IV TR	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,5	1,7	1,4
2018 I TR	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,2	2,5	0,8	3,6
2017 Dic	53,4	54,1	54,9	52,2	53,0	58,1	54,2	53,1	52,5	1,5	1,7	1,4
2018 Ene	53,5	53,8	53,4	52,8	53,7	58,8	54,5	53,2	53,2	3,0	2,8	3,1
Feb	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,8	54,5	52,3	2,9	2,5	3,2
Mar	52,8	54,2	52,4	51,3	51,8	55,2	52,9	52,8	51,2	2,5	0,8	3,6
Abr	53,6	54,9	53,2	53,1	52,3	55,1	53,5	53,6	50,3	.	.	.
May	54,1	56,6	54,5	51,7	52,3	54,1	52,8	54,4	50,2	.	.	.

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

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

2) Excluida la zona del euro.

2 Evolución financiera

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

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2017 Nov	-0,35	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,43	-0,03
Dic	-0,34	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,60	-0,02
2018 Ene	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,73	-0,03
Feb	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06
Mar	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,17	-0,05
Abr	-0,37	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,35	-0,04
May	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,34	-0,03

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse notas generales del *Boletín Estadístico*.

2.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro ^{1), 2)}					Zona del euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2017 Nov	-0,78	-0,76	-0,70	-0,28	0,44	1,20	0,79	0,88	-0,73	-0,52	0,56	1,52
Dic	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018 Ene	-0,63	-0,64	-0,52	0,05	0,71	1,35	0,81	1,07	-0,59	-0,21	0,96	1,60
Feb	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65
Mar	-0,67	-0,70	-0,61	-0,10	0,55	1,25	0,65	0,61	-0,67	-0,35	0,75	1,47
Abr	-0,63	-0,66	-0,57	-0,04	0,63	1,29	0,72	0,73	-0,63	-0,30	0,85	1,56
May	-0,63	-0,72	-0,69	-0,25	0,40	1,12	0,63	0,73	-0,76	-0,52	0,57	1,34

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse notas generales del *Boletín Estadístico*.

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

2.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX											Estados Unidos	Japón	
	Referencia		Principales índices sectoriales									Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones			Sanidad
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2017 Nov	391,7	3.601,4	802,3	269,2	727,7	315,4	188,3	640,6	508,6	294,8	317,3	854,9	2.593,6	22.525,1
Dic	389,7	3.564,7	796,2	274,9	719,0	313,5	189,1	641,2	491,3	291,3	316,1	839,7	2.664,3	22.769,9
2018 Ene	398,4	3.612,2	822,3	276,1	731,7	323,4	196,3	661,2	504,6	284,9	312,6	848,1	2.789,8	23.712,2
Feb	380,6	3.426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2.705,2	21.991,7
Mar	375,9	3.374,3	769,1	258,0	699,7	308,0	183,6	622,9	498,9	268,9	292,0	775,6	2.702,8	21.395,5
Abr	383,3	3.457,6	772,6	260,7	724,8	331,3	185,5	627,7	496,3	281,3	302,6	789,1	2.653,6	21.868,8
May	392,3	3.537,1	806,4	272,3	735,3	351,0	182,5	653,1	527,3	287,9	302,6	819,1	2.701,5	22.590,1

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubierto	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés	TAE ³⁾	Por período inicial de fijación del tipo de interés			TAE ³⁾				
			Hasta 2 años	Más de 2 años					Tipo flexible y hasta 1 año		Más de 1 año		Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años		De 5 a 10 años	Más de 10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2017 May	0,05	0,46	0,39	0,81	6,32	16,70	5,09	5,78	6,22	2,46	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87
Jun	0,05	0,46	0,38	0,77	6,30	16,82	4,68	5,74	6,19	2,43	1,69	1,89	1,91	1,89	2,22	1,87
Jul	0,05	0,45	0,38	0,76	6,26	16,81	4,95	5,84	6,28	2,38	1,75	1,91	1,90	1,90	2,22	1,88
Ago	0,05	0,44	0,35	0,75	6,24	16,80	5,32	5,89	6,34	2,38	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91
Sep	0,05	0,44	0,35	0,74	6,27	16,80	5,07	5,71	6,21	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89
Oct	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,94	5,68	6,16	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88
Nov	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87
Dic	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,69	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83
2018 Ene	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,86	1,91	1,90	2,14	1,84
Feb	0,04	0,44	0,34	0,69	6,20	16,86	4,72	5,70	6,19	2,36	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84
Mar	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,87	4,71	5,57	6,05	2,34	1,64	1,85	1,95	1,91	2,15	1,84
Abr ^{b)}	0,04	0,45	0,34	0,61	6,10	16,76	4,91	5,67	6,14	2,36	1,62	1,85	1,96	1,89	2,13	1,83

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubierto	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017 May	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,40	1,76	1,74	1,76	1,20	1,47	1,64	1,76
Jun	0,04	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,36	1,74	1,72	1,71	1,27	1,43	1,56	1,76
Jul	0,04	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,38	1,75	1,75	1,76	1,23	1,34	1,67	1,74
Ago	0,04	0,10	0,36	2,44	2,49	2,71	2,43	1,74	1,79	1,82	1,24	1,44	1,59	1,75
Sep	0,04	0,07	0,44	2,43	2,44	2,73	2,41	1,71	1,69	1,77	1,19	1,47	1,59	1,73
Oct	0,04	0,11	0,40	2,40	2,39	2,69	2,38	1,70	1,66	1,73	1,23	1,35	1,61	1,73
Nov	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71
Dic	0,04	0,06	0,32	2,36	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71
2018 Ene	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,51	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67
Feb	0,04	0,09	0,42	2,36	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,63	1,70
Mar	0,04	0,08	0,40	2,33	2,42	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
Abr ^{b)}	0,03	0,06	0,34	2,34	2,36	2,42	2,33	1,68	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70

Fuente: BCE.

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

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

2 Evolución financiera

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no 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	
Corto plazo														
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1.241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2017 Nov	1.281	527	153	.	81	460	61	354	159	48	.	34	87	25
2017 Dic	1.240	519	155	.	70	438	57	305	139	51	.	30	55	29
2018 Ene	1.270	532	153	.	77	447	61	400	195	38	.	41	91	36
2018 Feb	1.276	540	148	.	80	444	65	351	172	38	.	34	78	30
2018 Mar	1.284	541	140	.	84	453	67	378	167	53	.	41	84	33
2018 Abr	1.300	539	150	.	93	450	69	391	177	49	.	43	73	49
Largo plazo														
2015	15.249	3.786	3.285	.	1.060	6.481	637	216	68	46	.	13	80	9
2016	15.397	3.695	3.233	.	1.186	6.643	641	219	62	53	.	18	78	8
2017	15.352	3.560	3.140	.	1.190	6.819	642	248	66	75	.	17	83	7
2017 Nov	15.373	3.594	3.129	.	1.188	6.819	643	227	55	64	.	23	77	8
2017 Dic	15.352	3.560	3.140	.	1.190	6.819	642	212	46	93	.	14	52	6
2018 Ene	15.369	3.569	3.149	.	1.174	6.841	636	302	99	75	.	14	109	5
2018 Feb	15.375	3.566	3.144	.	1.171	6.864	629	216	57	52	.	12	88	7
2018 Mar	15.442	3.580	3.151	.	1.183	6.904	624	285	68	89	.	24	96	7
2018 Abr	15.434	3.581	3.158	.	1.187	6.884	624	227	60	64	.	14	85	4

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	
Saldo vivo											
2015	16.518,3	4.303,1	3.431,9	.	1.122,0	6.958,9	702,4	6.814,4	584,3	985,3	5.244,9
2016	16.638,4	4.212,9	3.368,4	.	1.245,5	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.097,8	5.454,1
2017	16.591,6	4.079,1	3.295,3	.	1.260,1	7.257,3	699,8	7.954,8	613,6	1.261,9	6.079,3
2017 Nov	16.654,7	4.120,6	3.282,4	.	1.268,4	7.279,8	703,5	8.001,5	638,4	1.248,2	6.114,8
2017 Dic	16.591,6	4.079,1	3.295,3	.	1.260,1	7.257,3	699,8	7.954,8	613,6	1.261,9	6.079,3
2018 Ene	16.639,3	4.101,8	3.301,9	.	1.250,8	7.287,7	697,1	8.204,1	666,7	1.332,0	6.205,4
2018 Feb	16.650,6	4.106,3	3.292,1	.	1.251,5	7.307,4	693,4	7.920,3	639,8	1.291,9	5.988,6
2018 Mar	16.725,7	4.120,9	3.290,6	.	1.267,7	7.356,1	690,5	7.814,0	600,0	1.252,3	5.961,7
2018 Abr	16.734,4	4.119,1	3.308,0	.	1.280,4	7.334,0	692,8	8.141,4	621,0	1.351,3	6.169,1
Tasa de crecimiento											
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,6	.	7,6	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,0	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2017 Nov	1,1	-0,7	-0,2	.	6,5	1,9	0,4	1,0	6,1	2,8	0,1
2017 Dic	1,3	-0,5	0,0	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018 Ene	1,2	-0,4	0,2	.	5,9	1,9	0,5	1,1	5,8	2,7	0,3
2018 Feb	1,3	-1,0	1,2	.	5,6	2,3	-0,8	0,9	3,1	2,8	0,4
2018 Mar	1,5	-0,1	1,9	.	6,0	2,0	-2,7	1,0	1,5	3,6	0,4
2018 Abr	1,5	0,4	0,9	.	5,9	2,0	-0,8	1,3	1,5	5,4	0,5

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

2.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM reales ²⁾	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,9	88,4	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,9	84,9	80,1	89,4	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	92,0	85,9	79,9	90,1	112,0	90,0
2017 II TR	95,3	90,2	91,0	84,8	78,8	89,0	110,1	88,5
III TR	98,6	93,2	93,8	87,7	80,7	91,7	114,5	91,8
IV TR	98,6	93,2	93,5	87,5	80,5	91,5	115,0	92,0
2018 I TR	99,6	94,0	94,4	.	.	.	117,0	93,4
2017 Dic	98,8	93,3	93,6	-	-	-	115,3	92,1
2018 Ene	99,4	93,9	94,4	-	-	-	116,1	92,7
Feb	99,6	93,9	94,4	-	-	-	117,3	93,6
Mar	99,7	94,2	94,5	-	-	-	117,7	93,9
Abr	99,5	93,9	94,0	-	-	-	117,9	93,9
May	98,1	92,9	92,6	-	-	-	116,6	93,2
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2018 May	-1,4	-1,1	-1,5	-	-	-	-1,1	-0,8
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2018 May	2,6	2,6	1,3	-	-	-	5,6	4,9

Fuente: BCE.

1) Para una definición del grupo de socios comerciales e información adicional, véanse las notas generales en el *Boletín Estadístico*.

2) Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el grupo de socios comerciales TCE-18.

2.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 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
III TR	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
IV TR	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2018 I TR	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
2017 Dic	7,807	7,539	25,645	7,443	313,163	133,638	4,203	0,883	4,6348	9,937	1,169	1,184
2018 Ene	7,840	7,436	25,452	7,445	309,269	135,255	4,163	0,883	4,6491	9,820	1,172	1,220
Feb	7,807	7,440	25,320	7,446	311,735	133,293	4,165	0,884	4,6559	9,938	1,154	1,235
Mar	7,798	7,438	25,429	7,449	312,194	130,858	4,209	0,883	4,6613	10,161	1,168	1,234
Abr	7,735	7,421	25,365	7,448	311,721	132,158	4,194	0,872	4,6578	10,372	1,189	1,228
May	7,529	7,391	25,640	7,448	316,930	129,572	4,285	0,877	4,6404	10,342	1,178	1,181
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2018 May	-2,7	-0,4	1,1	0,0	1,7	-2,0	2,2	0,6	-0,4	-0,3	-0,9	-3,8
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2018 May	-1,1	-0,5	-3,5	0,1	2,3	4,4	2,0	2,5	1,9	6,5	8,0	6,8

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Total ¹⁾			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2017 I TR	25.245,3	25.690,0	-444,7	11.172,4	9.021,1	8.225,5	10.715,6	-60,7	5.181,5	5.953,3	726,6	14.231,8
II TR	24.718,0	25.150,8	-432,8	10.918,3	8.790,0	8.148,6	10.598,6	-46,0	5.014,4	5.762,3	682,7	13.852,5
III TR	24.554,9	24.904,9	-350,0	10.603,8	8.508,0	8.314,0	10.609,1	-57,2	5.019,4	5.787,9	674,8	13.740,7
IV TR	24.648,1	24.798,0	-149,8	10.561,0	8.510,7	8.499,4	10.594,2	-51,2	4.969,3	5.693,0	669,7	13.514,5
<i>Saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2017 IV TR	220,6	222,0	-1,3	94,5	76,2	76,1	94,8	-0,5	44,5	51,0	6,0	121,0
Transacciones												
2017 II TR	214,7	137,8	76,9	32,4	15,5	172,0	150,5	-0,5	12,3	-28,2	-1,4	-
III TR	69,9	-56,9	126,9	-153,1	-146,3	188,2	53,8	-10,3	44,6	35,6	0,5	-
IV TR	147,0	-32,0	179,0	74,4	23,6	102,3	27,0	6,0	-37,5	-82,6	1,9	-
2018 I TR	389,8	270,5	119,3	91,2	-1,0	147,5	113,2	-3,1	142,6	158,3	11,6	-
2017 Oct	230,0	182,2	47,8	74,5	42,3	30,5	-23,3	0,3	127,4	163,1	-2,7	-
Nov	87,4	45,0	42,4	12,7	7,6	62,1	53,6	2,6	3,9	-16,2	6,2	-
Dic	-170,3	-259,1	88,8	-12,8	-26,4	9,7	-3,3	3,1	-168,7	-229,5	-1,6	-
2018 Ene	310,3	295,5	14,8	35,7	11,0	87,9	66,5	0,6	183,8	218,0	2,3	-
Feb	92,2	73,9	18,4	25,0	20,6	29,6	-16,3	0,8	37,0	69,5	-0,1	-
Mar	-12,7	-98,8	86,1	30,5	-32,6	30,0	63,0	-4,5	-78,2	-129,2	9,5	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2018 Mar	821,5	319,5	502,0	44,9	-108,2	610,0	344,6	-8,0	162,0	83,1	12,6	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2018 Mar	7,3	2,8	4,5	0,4	-1,0	5,4	3,1	-0,1	1,4	0,7	0,1	-

Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna							Saldo exterior ¹⁾			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
					Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>												
2015	10.519,9	10.014,4	5.735,4	2.171,8	2.077,6	1.016,3	637,9	417,9	29,5	505,5	4.868,4	4.362,9
2016	10.789,4	10.286,2	5.870,3	2.222,4	2.189,1	1.051,7	674,4	457,5	4,4	503,2	4.958,0	4.454,8
2017	11.171,9	10.639,7	6.054,9	2.275,5	2.290,5	1.116,2	711,1	457,7	18,8	532,2	5.312,5	4.780,3
2017 II TR	2.782,5	2.657,3	1.510,1	566,9	573,7	278,1	176,0	118,2	6,6	125,2	1.315,0	1.189,8
III TR	2.811,2	2.672,3	1.518,1	571,2	574,3	280,7	179,6	112,6	8,7	138,9	1.331,8	1.192,9
IV TR	2.836,0	2.689,7	1.528,5	575,3	584,4	285,6	184,0	113,3	1,6	146,3	1.368,4	1.222,1
2018 I TR	2.854,9	2.715,0	1.542,8	577,1	590,9	291,3	183,8	114,4	4,1	139,9	1.367,5	1.227,6
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2017	100,0	95,2	54,2	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,2	4,8	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2017 II TR	0,7	0,9	0,5	0,5	2,0	1,1	2,0	4,1	-	-	1,1	1,6
III TR	0,7	0,2	0,4	0,5	-0,3	0,3	1,9	-5,0	-	-	1,5	0,5
IV TR	0,7	0,3	0,2	0,3	1,3	1,0	2,4	0,4	-	-	2,2	1,5
2018 I TR	0,4	0,6	0,5	0,0	0,5	1,1	-0,5	0,7	-	-	-0,4	-0,1
<i>tasas de variación interanual</i>												
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,4	7,3	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,3	2,0	1,8	4,6	2,5	5,6	8,4	-	-	3,3	4,6
2017	2,4	1,9	1,6	1,2	3,2	3,7	5,0	-0,7	-	-	5,3	4,3
2017 II TR	2,5	2,3	1,9	1,1	3,7	4,4	4,3	1,1	-	-	4,7	4,5
III TR	2,8	2,0	1,8	1,4	2,7	4,0	6,0	-4,7	-	-	5,9	4,4
IV TR	2,8	1,6	1,4	1,3	3,2	4,2	7,4	-5,0	-	-	6,6	4,3
2018 I TR	2,5	2,0	1,5	1,2	3,6	3,6	6,1	-0,1	-	-	4,5	3,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2017 II TR	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
III TR	0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	-	-
IV TR	0,7	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,4	-	-
2018 I TR	0,4	0,5	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,2	-0,4	-	-
2017	2,4	1,8	0,9	0,2	0,6	0,4	0,3	0,0	0,1	0,6	-	-
2017 II TR	2,5	2,2	1,0	0,2	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2	0,3	-	-
III TR	2,8	1,9	1,0	0,3	0,6	0,4	0,4	-0,2	0,1	0,9	-	-
IV TR	2,8	1,6	0,8	0,3	0,7	0,4	0,5	-0,2	-0,1	1,3	-	-
2018 I TR	2,5	1,9	0,8	0,3	0,7	0,4	0,4	0,0	0,1	0,6	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3 Actividad económica

3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2015	9.447,6	154,6	1.903,1	468,9	1.786,4	432,9	463,6	1.070,6	1.029,9	1.808,4	329,3	1.072,2
2016	9.679,3	151,3	1.939,9	487,8	1.830,6	450,8	452,3	1.096,9	1.076,6	1.855,4	337,7	1.110,1
2017	10.016,3	163,9	2.000,7	513,7	1.912,2	467,4	445,8	1.130,2	1.131,8	1.904,3	346,3	1.155,5
2017 II TR	2.494,7	40,8	497,7	127,9	477,3	116,6	111,2	281,4	281,1	474,5	86,2	287,8
III TR	2.521,0	41,0	504,6	129,7	481,1	117,6	111,9	284,1	285,4	478,4	87,2	290,2
IV TR	2.542,7	41,6	511,4	131,8	484,9	118,5	111,4	285,5	288,7	481,5	87,6	293,3
2018 I TR	2.558,2	41,6	512,2	134,2	488,3	119,3	111,9	287,8	291,5	483,5	88,1	296,7
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2017	100,0	1,6	20,0	5,1	19,1	4,7	4,5	11,3	11,3	19,0	3,5	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2017 II TR	0,7	0,1	1,1	1,1	0,9	0,8	0,2	0,2	1,0	0,5	0,4	0,8
III TR	0,8	0,0	1,5	0,5	0,5	1,4	-0,1	0,5	0,8	0,5	0,8	0,2
IV TR	0,7	0,2	1,6	1,1	0,7	0,7	0,1	0,2	0,8	0,2	0,1	0,5
2018 I TR	0,4	1,5	-0,3	0,7	0,8	0,8	-0,2	0,4	0,7	0,2	0,2	0,6
<i>tasas de variación interanual</i>												
2015	1,9	3,0	3,8	0,7	2,0	3,5	-0,4	0,6	3,0	0,9	0,6	3,4
2016	1,7	-1,8	1,9	1,3	1,9	3,2	0,6	0,8	3,1	1,4	1,5	2,8
2017	2,4	0,8	3,0	3,0	3,3	4,7	-1,2	1,3	4,0	1,3	1,2	2,4
2017 II TR	2,5	0,4	3,1	3,3	3,6	5,2	-1,4	1,2	3,6	1,3	1,1	2,9
III TR	2,8	0,8	4,0	3,4	3,7	4,7	-1,2	1,6	4,4	1,5	1,6	2,5
IV TR	2,9	1,8	4,6	4,2	3,4	4,3	-0,3	1,5	4,3	1,3	1,4	1,9
2018 I TR	2,6	1,8	3,9	3,5	2,9	3,8	0,0	1,4	3,4	1,4	1,4	2,2
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2017 II TR	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
III TR	0,8	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
IV TR	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2018 I TR	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2015	1,9	0,1	0,7	0,0	0,4	0,2	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	0,3	0,1	-
2017	2,3	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,0	-
2017 II TR	2,5	0,0	0,6	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	-
III TR	2,8	0,0	0,8	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,1	-
IV TR	2,9	0,0	0,9	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,3	0,0	-
2018 I TR	2,6	0,0	0,8	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Actividad económica

3.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,0
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
2017	100,0	85,7	14,3	3,2	14,7	5,9	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
<i>tasas de variación interanual</i>													
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,1	0,1	0,1	1,3	1,6	-0,4	0,9	2,7	1,1	0,6
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,2	0,6	-0,3	1,7	2,7	0,0	2,1	2,9	1,4	0,8
2017	1,6	2,0	-0,4	-0,1	1,2	1,6	1,7	3,2	-1,0	1,8	3,3	1,3	1,3
2017 II TR	1,6	2,0	-0,6	0,4	1,1	1,1	1,8	3,4	-0,9	1,8	3,2	1,2	1,5
III TR	1,7	2,1	-0,5	-0,8	1,4	1,8	1,8	3,0	-1,0	1,6	3,3	1,2	2,2
IV TR	1,6	1,9	-0,5	-0,8	1,4	2,3	1,4	3,1	-1,4	1,9	3,3	1,2	0,9
2018 I TR	1,4	1,8	-0,9	-0,9	1,5	1,9	1,4	2,5	-0,8	2,2	3,1	1,1	0,4
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,5	19,5	4,3	15,3	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	80,9	19,1	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>tasas de variación interanual</i>													
2015	1,1	1,4	-0,1	-0,4	0,5	0,5	1,0	2,6	-0,3	1,2	2,7	1,1	1,0
2016	1,4	1,7	0,0	-0,3	0,7	0,1	1,7	2,4	0,7	2,4	3,1	1,3	1,0
2017	1,3	1,8	-0,7	-1,1	1,1	1,5	1,4	3,0	-1,3	1,9	3,1	1,0	0,8
2017 II TR	1,4	1,9	-0,5	-1,1	1,2	1,2	1,7	3,5	-1,5	1,7	3,0	1,0	0,7
III TR	1,7	2,2	-0,4	-1,1	1,7	1,9	1,9	3,0	-0,9	1,5	3,4	1,1	1,7
IV TR	1,7	2,2	-0,6	-0,8	2,0	3,2	1,4	3,0	-1,6	3,0	3,4	1,2	0,4
2018 I TR	1,3	1,8	-1,1	-1,4	1,5	2,0	1,2	2,1	-1,0	2,9	2,8	1,1	0,0
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2015	0,1	0,1	0,3	0,7	0,4	0,4	-0,3	0,9	0,0	0,4	0,1	0,0	0,5
2016	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,3	0,7	0,3	0,2	-0,1	0,2
2017	-0,3	-0,1	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	-0,6
2017 II TR	-0,2	-0,1	0,1	-1,5	0,1	0,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,8
III TR	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5
IV TR	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,6	0,9	0,0	-0,1	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,6
2018 I TR	-0,2	0,0	-0,3	-0,5	0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,7	-0,3	-0,1	-0,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Actividad económica

3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones ¹⁾	Sub-empleo, % de población activa ¹⁾	Desempleo											Tasa de vacantes ²⁾
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa ¹⁾	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8			
2015	160,717	4,6	17,465	10,9	5,6	14,301	9,8	3,164	22,3	9,260	10,7	8,205	11,1	1,5
2016	162,012	4,3	16,253	10,0	5,0	13,289	9,0	2,965	20,9	8,483	9,7	7,770	10,4	1,7
2017	162,635	4,1	14,760	9,1	4,4	12,093	8,1	2,668	18,8	7,634	8,7	7,126	9,5	1,9
2017 II TR	162,351	4,2	14,851	9,1	4,5	12,132	8,2	2,720	19,2	7,684	8,8	7,168	9,5	1,9
III TR	163,317	4,0	14,606	9,0	4,2	11,967	8,0	2,639	18,5	7,579	8,6	7,028	9,3	1,9
IV TR	163,107	3,9	14,226	8,7	4,2	11,669	7,8	2,557	17,9	7,332	8,4	6,894	9,1	2,0
2018 I TR	.	.	14,028	8,6	.	11,536	7,8	2,492	17,5	7,219	8,2	6,809	9,0	2,1
2017 Nov	-	-	14,213	8,7	-	11,665	7,8	2,548	17,9	7,318	8,4	6,895	9,1	-
Dic	-	-	14,129	8,7	-	11,601	7,8	2,528	17,8	7,282	8,3	6,846	9,1	-
2018 Ene	-	-	14,138	8,7	-	11,622	7,8	2,516	17,6	7,275	8,3	6,863	9,1	-
Feb	-	-	14,010	8,6	-	11,504	7,7	2,506	17,6	7,230	8,2	6,779	9,0	-
Mar	-	-	13,936	8,6	-	11,483	7,7	2,453	17,3	7,151	8,2	6,785	9,0	-
Abr	-	-	13,880	8,5	-	11,446	7,7	2,433	17,2	7,113	8,1	6,767	9,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Sin desestacionalizar.

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

3.5 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción industrial						Producción de la construcción	Índice del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matriculaciones de automóviles
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible	
	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2010 ¹⁾	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
tasas de variación interanual													
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,2	0,7	-0,6	3,4	2,9	1,6	4,0	2,7	8,8
2016	1,6	1,7	1,8	1,9	1,7	0,5	3,0	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	3,7	3,9	1,5	1,4	2,9	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6
2017 II TR	2,5	2,6	3,3	2,2	2,0	2,3	3,9	7,4	2,6	2,3	3,2	1,4	6,0
III TR	4,1	4,4	4,7	6,0	1,7	1,5	2,7	8,8	2,6	1,3	4,2	0,4	5,5
IV TR	4,1	4,7	5,4	6,0	2,2	-0,5	2,7	9,5	2,0	0,8	3,1	0,0	6,3
2018 I TR	3,1	3,5	3,1	4,4	2,4	0,6	2,5	6,4	1,5	1,4	1,9	0,0	5,3
2017 Nov	4,8	5,5	4,9	9,1	0,5	-0,6	2,8	10,4	3,7	1,7	5,7	0,4	8,6
Dic	5,1	5,6	6,2	7,7	2,1	1,2	2,0	9,0	2,2	1,3	3,0	-0,1	4,4
2018 Ene	3,6	6,0	5,1	8,6	3,2	-9,7	6,9	9,1	1,4	0,0	3,0	-1,3	6,4
Feb	2,6	2,3	2,7	2,0	1,9	4,9	0,2	5,7	1,8	1,9	1,9	0,7	4,8
Mar	3,2	2,4	1,7	3,0	2,0	8,7	0,8	4,6	1,5	2,3	0,8	0,5	4,8
Abr	1,7	2,0	0,8	4,3	0,7	-0,7	.	.	1,7	0,4	3,2	-0,7	2,7
tasas de variación intermensual (d.)													
2017 Nov	1,5	1,4	0,7	2,7	0,5	2,5	0,3	1,8	2,1	1,2	3,1	0,4	4,5
Dic	-0,2	-0,4	1,0	-1,7	0,1	0,6	1,0	1,6	-1,0	-0,2	-1,8	-0,5	0,4
2018 Ene	-0,6	0,3	-1,1	0,6	0,5	-6,2	-0,7	-2,1	-0,4	-0,7	0,0	-0,1	0,1
Feb	-0,8	-1,9	-0,8	-3,4	-1,2	6,9	-0,7	-0,4	0,3	1,1	-0,3	1,0	-0,6
Mar	0,6	0,5	-0,1	-0,4	1,5	1,0	-0,3	-0,9	0,4	0,6	-0,2	-0,4	-0,1
Abr	-0,9	-0,3	-0,8	1,9	-1,6	-5,0	.	.	0,1	-0,7	1,7	-0,8	-2,0

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

1) En el caso de las ventas del comercio al por menor, los datos se refieren a 2015.

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
1999-14	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 II TR	109,5	3,8	83,0	-2,8	-4,8	1,8	13,0	89,9	57,0	58,3	56,0	56,6
III TR	111,8	6,1	83,7	-1,5	-2,2	1,9	14,5	90,1	57,4	58,0	55,3	56,0
IV TR	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 I TR	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
2017 Dic	115,2	9,5	-	0,5	3,2	4,8	16,9	-	60,6	62,2	56,6	58,1
2018 Ene	114,9	9,7	84,5	1,4	4,7	4,1	15,9	90,4	59,6	61,1	58,0	58,8
Feb	114,3	8,8	-	0,1	4,2	3,5	16,9	-	58,6	59,6	56,2	57,1
Mar	112,8	7,0	-	0,1	5,2	0,8	16,0	-	56,6	55,9	54,9	55,2
Abr	112,7	7,3	84,3	0,3	4,6	-0,7	14,7	90,2	56,2	56,2	54,7	55,1
May	112,5	6,8	-	0,2	7,0	0,7	14,3	-	55,5	54,8	53,8	54,1

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

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta) ¹⁾	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada)			Tasas de variación interanual				Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	12,7	94,3	1,0	1,9	1,3	2,3	0,9	32,4	4,9	132,1	2,9	7,2	1,6
2015	12,4	93,7	1,5	2,0	1,4	3,4	2,5	33,2	6,3	134,4	4,4	4,8	2,3
2016	12,2	93,3	1,9	2,0	5,5	4,5	4,5	33,0	7,7	134,5	4,0	6,1	2,1
2017 I TR	12,1	93,0	1,5	1,9	9,7	4,8	4,6	33,0	7,1	134,6	4,6	10,1	2,6
II TR	12,0	93,2	1,2	2,0	5,3	5,0	4,7	32,9	6,4	133,3	4,2	10,2	2,5
III TR	12,0	93,1	1,5	2,1	6,7	5,1	5,2	33,2	6,5	132,0	4,3	4,1	2,6
IV TR	12,0	93,6	1,3	2,1	7,3	5,2	6,0	33,5	6,9	131,7	3,7	3,4	2,2

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

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

3 Actividad económica

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital ¹⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017 II TR	965,1	887,4	77,6	560,9	477,7	209,3	190,3	168,5	150,2	26,4	69,3	7,2	18,2
III TR	988,8	873,1	115,7	575,5	482,8	214,5	186,3	171,8	138,5	26,9	65,4	7,1	8,4
IV TR	996,7	890,8	105,9	590,5	496,3	217,2	188,5	161,1	143,4	27,9	62,5	12,0	9,6
2018 I TR	984,9	876,5	108,5	584,4	496,1	217,3	189,8	156,1	134,4	27,2	56,1	8,8	7,6
2017 Oct	327,3	292,2	35,1	192,3	163,0	72,0	62,4	54,2	46,0	8,8	20,8	2,9	2,2
Nov	331,8	295,2	36,5	197,0	165,7	71,8	63,2	53,8	45,5	9,1	20,9	2,8	2,3
Dic	337,7	303,4	34,3	201,2	167,6	73,3	62,9	53,1	52,0	10,0	20,9	6,3	5,0
2018 Ene	330,8	291,1	39,7	196,9	167,6	71,9	63,0	53,0	42,2	8,9	18,3	2,9	1,8
Feb	324,6	287,9	36,8	192,8	164,1	71,8	62,6	51,7	44,9	8,3	16,4	2,2	1,6
Mar	329,5	297,5	32,0	194,7	164,4	73,6	64,2	51,3	47,4	9,9	21,4	3,7	4,2
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2018 Mar	3.935,5	3.527,8	407,7	2.311,2	1.953,0	858,3	754,8	657,5	566,5	108,5	253,4	35,1	43,8
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2018 Mar	34,9	31,3	3,6	20,5	17,3	7,6	6,7	5,8	5,0	1,0	2,2	0,3	0,4

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2017 II TR	5,4	10,2	545,6	257,2	112,7	162,8	456,5	489,0	276,1	81,2	124,0	355,5	52,3
III TR	6,0	7,9	547,2	257,0	114,6	164,2	459,8	486,1	273,1	80,9	123,0	355,0	48,4
IV TR	6,1	7,6	562,0	267,8	115,8	167,1	471,6	500,3	285,0	81,2	125,0	359,6	58,9
2018 I TR	2,5	1,4	562,5	.	.	.	470,9	500,3	.	.	.	353,1	.
2017 Oct	9,0	10,8	181,1	86,7	36,5	54,1	151,9	163,5	92,6	27,2	41,3	119,2	17,7
Nov	8,6	9,3	188,9	90,2	38,8	56,0	158,0	168,2	95,2	27,4	42,3	120,2	19,7
Dic	0,9	2,6	192,0	91,0	40,5	57,0	161,7	168,6	97,2	26,5	41,3	120,3	21,5
2018 Ene	9,0	5,9	190,2	92,4	38,0	56,7	158,8	170,2	98,2	27,6	41,5	120,2	23,1
Feb	2,8	1,1	185,4	90,0	37,3	54,7	155,5	164,4	95,4	25,8	40,1	116,5	21,5
Mar	-2,9	-2,5	186,9	.	.	.	156,6	165,7	.	.	.	116,4	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2017 II TR	1,5	2,5	122,4	121,0	121,7	125,4	122,1	112,9	112,9	113,3	114,3	116,5	104,7
III TR	3,8	3,4	123,8	121,9	124,8	128,1	124,0	114,3	114,1	115,3	114,0	117,8	100,3
IV TR	4,5	3,9	126,4	125,6	125,5	130,4	126,9	114,6	114,7	113,1	115,2	118,2	106,5
2018 I TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 Sep	3,1	1,3	125,8	124,1	128,8	128,3	126,2	113,8	113,4	115,8	114,2	117,4	98,2
Oct	7,0	7,7	122,8	122,7	120,4	126,3	123,0	114,8	114,8	117,0	115,2	119,2	102,6
Nov	6,8	4,2	127,6	126,6	126,1	132,1	127,6	115,3	114,4	115,3	116,6	118,3	105,2
Dic	-0,2	-0,3	128,9	127,5	130,1	132,7	130,0	113,7	114,9	107,1	113,9	117,0	111,7
2018 Ene	8,5	5,0	127,5	128,3	122,7	132,8	127,7	114,1	114,8	112,7	114,1	116,9	114,2
Feb	3,4	1,9	125,1	126,0	121,8	128,5	125,8	112,5	113,4	109,1	112,4	115,4	110,8

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

4 Precios y costes

4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total, excluidos energía y alimentos											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2017	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2017 II TR	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,6	-1,2	0,1	-1,4	0,5	1,6	1,3
III TR	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,4	0,1	-0,9	0,3	1,5	1,1
IV TR	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,4	0,5	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2
2018 I TR	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9
2017 Dic	102,7	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	1,4	1,2
2018 Ene	101,8	1,3	1,0	1,4	1,2	0,3	0,3	0,0	0,1	1,8	0,1	1,2	1,9
Feb	102,0	1,1	1,0	1,0	1,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	0,1	1,0	1,8
Mar	103,0	1,3	1,0	1,2	1,5	0,1	0,7	0,1	-0,1	-0,8	0,3	1,2	2,0
Abr	103,3	1,2	0,7	1,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,8	0,0	1,2	1,6
May ³⁾	103,8	1,9	1,1	.	1,6	0,5	0,0	0,9	0,0	2,2	0,4	.	.

	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
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7
2017 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
III TR	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8
IV TR	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4
2018 I TR	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2
2017 Dic	2,1	2,2	1,9	1,2	0,5	2,9	1,2	1,2	1,9	-1,7	1,9	0,4
2018 Ene	1,9	2,5	1,1	1,0	0,6	2,2	1,3	1,2	1,5	-1,0	1,6	1,2
Feb	1,0	2,3	-0,9	1,0	0,6	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,2	1,7	1,1
Mar	2,1	2,9	0,8	0,7	0,2	2,0	1,3	1,3	1,9	-0,9	2,1	1,2
Abr	2,4	3,0	1,5	0,9	0,3	2,6	1,3	1,3	0,8	-0,7	1,2	1,2
May ³⁾	2,6	2,6	2,5	.	0,2	6,1	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

4 Precios y costes

4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción ¹⁾										Cons- trucción	Precios de los inmuebles residen- ciales ²⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ²⁾
	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	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	77,2	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,4	1,6	2,3
2016	97,8	-2,2	-1,4	-0,5	-1,6	0,4	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,2	5,0
2017	100,8	3,1	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,7	0,2	5,9	2,1	4,1	5,1
2017 II TR	100,3	3,3	3,0	2,4	3,5	0,8	2,3	3,4	0,2	6,1	2,0	3,9	4,2
III TR	100,5	2,4	2,6	2,1	3,0	1,0	2,2	3,1	0,2	3,3	2,0	4,2	5,7
IV TR	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,5	2,0	0,3	3,8	2,4	4,6	6,6
2018 I TR	102,5	1,8	1,6	1,6	2,4	1,0	0,9	1,1	0,5	2,3	.	.	.
2017 Nov	101,9	2,8	2,8	2,0	3,1	1,0	1,5	2,1	0,3	5,2	-	-	-
Dic	102,0	2,2	2,1	1,9	2,9	0,9	1,3	1,7	0,4	3,0	-	-	-
2018 Ene	102,4	1,6	2,0	1,8	2,8	0,9	1,0	1,3	0,4	1,1	-	-	-
Feb	102,5	1,7	1,4	1,6	2,4	1,0	0,8	1,0	0,5	2,0	-	-	-
Mar	102,6	2,1	1,6	1,4	2,2	1,0	0,9	1,2	0,5	3,8	-	-	-
Abr	102,6	2,0	1,9	1,3	2,1	1,0	0,5	0,4	0,5	3,8	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

2) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html para más información).

4.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB							Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exporta- ciones ¹⁾		Importa- ciones ¹⁾	Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men- tación	No alimen- tación	Total	Ali- men- tación	No alimen- tación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	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	0,5	0,7	-1,5	-2,4	39,9	-3,7	-4,0	-3,3	-7,4	-10,4	-3,0
2017	108,0	1,1	1,5	1,5	1,2	1,4	1,8	2,9	48,1	5,9	-3,5	16,4	5,5	-3,3	17,5
2017 II TR	107,9	1,1	1,5	1,5	1,2	1,4	2,2	3,2	45,6	7,0	-2,7	18,4	6,8	-2,4	20,1
III TR	108,2	1,3	1,6	1,5	1,2	1,5	1,4	2,1	44,0	1,9	-7,5	12,3	2,6	-5,8	13,5
IV TR	108,4	1,2	1,5	1,4	1,3	1,5	1,2	1,8	52,2	-2,6	-9,6	4,6	-0,1	-5,4	6,3
2018 I TR	108,7	1,3	1,4	1,3	1,3	1,7	0,3	0,4	54,6	-9,0	-14,6	-3,6	-7,7	-12,8	-1,9
2017 Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	54,2	-7,0	-13,3	-1,0	-5,1	-10,4	1,0
2018 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-8,1	-16,2	-0,2	-6,4	-13,5	2,0
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	53,0	-9,5	-14,7	-4,6	-7,8	-12,4	-2,6
Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	53,9	-9,3	-12,9	-6,0	-8,8	-12,4	-4,8
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	58,4	-5,0	-10,4	0,1	-5,3	-11,3	1,5
May	-	-	-	-	-	-	-	-	64,9	3,8	-5,0	12,6	2,9	-6,3	13,9

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

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

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

4 Precios y costes

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				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
1999-14	4,4	-	-	-3,1	33,5	57,2	56,5	-	49,8
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 II TR	7,5	4,1	5,7	2,0	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
III TR	8,1	4,3	6,6	3,4	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4
IV TR	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2018 I TR	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9
2017 Dic	13,4	7,3	7,9	8,8	13,6	67,9	57,1	56,3	52,0
2018 Ene	13,0	7,1	9,0	10,6	17,3	70,7	58,4	58,1	53,6
Feb	12,6	6,5	9,4	10,2	18,3	68,7	56,9	58,4	52,9
Mar	11,9	6,4	8,3	11,8	16,5	65,8	56,3	57,3	52,1
Abr	9,9	6,1	9,0	9,8	16,3	63,9	56,5	57,5	51,8
May	9,3	7,3	9,1	14,3	18,0	65,3	57,6	56,4	52,0

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

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2015	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,4	1,6	1,4	1,6	1,4
2017	107,5	1,6	1,8	1,3	1,7	1,4	1,5
2017 II TR	111,2	1,8	2,2	0,8	1,9	1,7	1,5
III TR	104,2	1,6	1,7	1,5	1,9	1,0	1,5
IV TR	114,0	1,5	1,8	1,1	1,8	1,1	1,6
2018 I TR	.	.	.	.	.	.	1,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html para más información).

4 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios												
2015	104,8	0,4	-3,0	-1,5	0,6	0,7	0,7	2,6	1,4	1,3	1,7	
2016	105,6	0,7	2,1	0,0	0,1	1,2	-0,3	1,7	3,5	0,3	1,3	
2017	106,4	0,8	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,2	1,4	4,4	1,6	1,6	
2017 II TR	106,2	0,7	0,8	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	1,8	5,5	2,0	1,6	
III TR	106,3	0,5	-0,4	-1,1	-0,5	0,0	0,8	1,1	3,8	1,5	1,3	
IV TR	106,6	0,6	-0,8	-1,3	-0,1	-0,2	0,7	0,0	4,5	1,5	1,7	
2018 I TR	107,0	0,8	-0,3	-0,7	-0,2	0,5	1,1	0,8	4,1	2,2	1,3	
Remuneración por asalariado												
2015	108,2	1,5	1,1	2,1	1,2	1,5	2,6	0,7	2,3	1,7	1,2	
2016	109,5	1,2	0,5	1,3	1,6	1,4	0,2	2,3	2,1	0,5	1,2	
2017	111,2	1,6	0,9	1,5	1,5	1,6	1,6	1,2	3,9	2,3	1,6	
2017 II TR	111,0	1,5	0,8	1,4	1,9	1,4	1,6	1,3	4,8	2,3	1,7	
III TR	111,4	1,6	1,2	1,5	1,1	1,9	2,4	0,8	3,7	2,6	1,5	
IV TR	112,2	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	1,1	4,0	2,5	1,8	
2018 I TR	112,6	1,9	2,5	1,7	1,4	2,0	2,3	1,7	3,2	2,5	1,6	
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2015	103,2	1,1	4,2	3,6	0,6	0,7	1,9	-0,1	-0,3	0,3	-0,2	
2016	103,7	0,4	-1,6	1,3	1,6	0,2	0,5	0,6	-1,3	0,2	0,0	
2017	104,5	0,8	0,9	1,8	1,4	1,5	1,5	-0,2	-0,5	0,7	0,1	
2017 II TR	104,5	0,9	0,0	1,9	2,2	1,8	1,8	-0,4	-0,6	0,3	0,1	
III TR	104,8	1,1	1,6	2,6	1,6	1,9	1,6	-0,3	-0,1	1,1	0,2	
IV TR	105,3	1,3	2,6	3,1	1,9	1,9	1,2	1,1	-0,4	0,9	0,1	
2018 I TR	105,3	1,1	2,8	2,4	1,6	1,4	1,3	0,9	-0,8	0,3	0,3	
Remuneración por hora trabajada												
2015	110,0	1,4	1,2	1,7	0,7	1,6	1,6	0,7	1,6	1,3	1,3	
2016	111,3	1,1	0,0	1,2	1,6	1,1	0,4	1,7	2,0	0,2	1,4	
2017	113,2	1,7	0,9	1,6	1,4	1,8	1,6	1,5	3,7	2,3	1,9	
2017 II TR	112,7	1,7	1,9	1,3	1,6	1,5	1,4	1,9	5,2	2,2	1,9	
III TR	113,0	1,4	-0,1	1,1	0,6	1,7	2,0	0,8	3,6	2,3	1,7	
IV TR	113,8	1,5	1,0	1,1	0,9	1,5	1,7	1,2	2,6	2,2	1,7	
2018 I TR	114,4	1,9	2,3	1,6	0,9	2,1	2,6	1,8	2,4	2,6	1,6	
Productividad del trabajo por hora												
2015	105,3	1,0	3,5	3,3	0,2	1,0	0,9	-0,1	-0,7	0,2	-0,1	
2016	105,7	0,4	-1,6	1,2	1,3	0,2	0,8	-0,1	-1,6	0,1	0,1	
2017	106,9	1,1	2,0	1,9	1,5	1,9	1,7	0,1	-0,6	0,9	0,3	
2017 II TR	106,6	1,1	1,5	1,9	2,1	1,9	1,7	0,1	-0,5	0,5	0,3	
III TR	106,8	1,1	1,9	2,2	1,5	1,8	1,6	-0,3	0,0	1,0	0,4	
IV TR	107,4	1,1	2,6	2,6	1,0	2,0	1,2	1,3	-1,5	0,8	0,1	
2018 I TR	107,6	1,3	3,3	2,4	1,5	1,7	1,7	1,0	-1,5	0,6	0,4	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Dinero y crédito

5.1 Agregados monetarios¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	M3-M2					
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales		Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años				
1	2	3	4	5	6	8	9	10	11			
Saldos vivos												
2015	1.037,7	5.575,8	6.613,5	1.444,1	2.159,7	3.603,8	10.217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10.852,4
2016	1.075,1	6.083,9	7.159,0	1.329,6	2.221,2	3.550,8	10.709,8	70,4	523,2	95,7	689,2	11.399,0
2017	1.112,0	6.636,6	7.748,6	1.194,4	2.261,2	3.455,5	11.204,1	75,7	509,4	75,7	660,8	11.864,9
2017 II TR	1.095,5	6.383,9	7.479,3	1.259,8	2.237,4	3.497,2	10.976,6	68,2	513,7	76,8	658,6	11.635,2
III TR	1.104,8	6.531,0	7.635,8	1.224,1	2.251,4	3.475,4	11.111,3	66,6	530,5	77,4	674,6	11.785,8
IV TR	1.112,0	6.636,6	7.748,6	1.194,4	2.261,2	3.455,5	11.204,1	75,7	509,4	75,7	660,8	11.864,9
2018 I TR	1.113,4	6.736,7	7.850,1	1.171,3	2.265,9	3.437,2	11.287,3	71,6	505,7	74,6	652,0	11.939,2
2017 Nov	1.110,2	6.613,1	7.723,3	1.201,8	2.258,9	3.460,7	11.184,0	78,4	518,8	77,5	674,8	11.858,8
Dic	1.112,0	6.636,6	7.748,6	1.194,4	2.261,2	3.455,5	11.204,1	75,7	509,4	75,7	660,8	11.864,9
2018 Ene	1.114,5	6.679,0	7.793,4	1.198,0	2.263,9	3.461,9	11.255,3	74,7	514,5	61,6	650,9	11.906,2
Feb	1.115,6	6.713,2	7.828,7	1.178,5	2.265,4	3.443,9	11.272,6	72,8	502,5	63,0	638,3	11.910,8
Mar	1.113,4	6.736,7	7.850,1	1.171,3	2.265,9	3.437,2	11.287,3	71,6	505,7	74,6	652,0	11.939,2
Abr ^(p)	1.122,2	6.752,3	7.874,4	1.159,4	2.270,0	3.429,5	11.303,9	81,9	511,4	74,8	668,1	11.972,0
Operaciones												
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-25,0	486,1
2016	37,5	541,7	579,2	-105,6	16,0	-89,5	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,8	539,5
2017	37,1	588,2	625,3	-111,8	36,3	-75,5	549,8	6,7	-13,7	-19,0	-26,0	523,8
2017 II TR	7,8	155,5	163,3	-36,7	11,3	-25,4	137,9	-5,6	-17,5	-19,3	-42,5	95,5
III TR	9,5	157,0	166,5	-32,6	10,8	-21,8	144,7	-1,1	16,8	3,2	19,0	163,7
IV TR	7,2	108,9	116,2	-21,6	9,8	-11,7	104,4	9,4	-21,4	-5,9	-17,9	86,5
2018 I TR	1,4	104,2	105,6	-21,4	6,0	-15,4	90,2	-3,9	-3,6	-0,1	-7,5	82,7
2017 Nov	0,1	69,3	69,4	-7,9	0,4	-7,5	61,9	9,8	-9,4	5,2	5,6	67,5
Dic	1,9	26,0	27,8	-6,4	2,3	-4,2	23,6	-2,6	-9,5	-2,0	-14,1	9,5
2018 Ene	2,4	49,0	51,5	6,3	4,3	10,6	62,0	-0,6	5,1	-13,0	-8,5	53,5
Feb	1,1	30,0	31,1	-21,1	1,1	-20,0	11,1	-2,1	-12,1	0,6	-13,6	-2,5
Mar	-2,2	25,2	23,0	-6,6	0,6	-5,9	17,1	-1,2	3,4	12,4	14,6	31,7
Abr ^(p)	8,8	12,2	21,0	-12,4	4,1	-8,3	12,7	7,5	5,7	-0,4	12,8	25,5
Tasas de crecimiento												
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,6	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017	3,4	9,7	8,8	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,6	-3,8	4,6
2017 II TR	3,9	10,6	9,6	-9,3	1,0	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-16,3	-0,9	4,9
III TR	3,6	11,0	9,9	-10,4	1,4	-3,2	5,5	-13,2	5,6	-11,3	1,2	5,2
IV TR	3,4	9,7	8,8	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,6	-3,8	4,6
2018 I TR	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,2	-7,0	3,7
2017 Nov	3,3	10,2	9,2	-9,3	1,7	-2,5	5,3	10,0	1,4	-19,6	-0,6	4,9
Dic	3,4	9,7	8,8	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,6	-3,8	4,6
2018 Ene	3,1	9,8	8,8	-8,1	1,7	-1,9	5,3	-1,6	-1,0	-31,8	-5,1	4,6
Feb	2,8	9,4	8,4	-9,3	1,8	-2,3	4,9	7,7	-2,3	-32,3	-5,3	4,3
Mar	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,2	-7,0	3,7
Abr ^(p)	2,8	7,8	7,0	-8,3	1,8	-1,9	4,2	11,6	-1,5	-6,0	-0,6	3,9

Fuente: BCE.

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

5 Dinero y crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2015	1.953,2	1.503,9	323,6	117,4	8,3	5.750,7	3.060,7	695,0	1.992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2.082,3	1.617,4	296,2	160,3	8,4	6.052,3	3.400,9	644,8	2.004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2.243,1	1.786,8	287,0	159,8	9,5	6.301,7	3.697,5	561,5	2.042,0	0,6	1.010,8	202,2	409,9
2017 II TR	2.190,1	1.732,1	293,6	158,0	6,4	6.189,3	3.560,7	600,8	2.025,5	2,3	970,3	196,5	403,1
III TR	2.219,9	1.770,4	286,0	158,3	5,3	6.255,9	3.633,7	583,6	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
IV TR	2.243,1	1.786,8	287,0	159,8	9,5	6.301,7	3.697,5	561,5	2.042,0	0,6	1.010,8	202,2	409,9
2018 I TR	2.256,9	1.818,8	273,4	157,2	7,6	6.375,2	3.781,0	542,7	2.050,0	1,5	990,8	209,5	413,1
2017 Nov	2.247,7	1.798,0	282,2	159,6	7,9	6.295,1	3.682,1	568,5	2.042,5	2,0	989,3	208,1	412,1
Dic	2.243,1	1.786,8	287,0	159,8	9,5	6.301,7	3.697,5	561,5	2.042,0	0,6	1.010,8	202,2	409,9
2018 Ene	2.283,5	1.823,4	291,9	157,7	10,5	6.329,6	3.724,4	556,1	2.047,4	1,7	986,0	203,8	412,7
Feb	2.266,6	1.812,6	287,0	158,1	8,9	6.359,5	3.760,1	548,7	2.048,9	1,8	982,3	207,9	413,7
Mar	2.256,9	1.818,8	273,4	157,2	7,6	6.375,2	3.781,0	542,7	2.050,0	1,5	990,8	209,5	413,1
Abr ⁽⁴⁾	2.270,2	1.837,5	269,5	155,6	7,6	6.405,8	3.808,6	539,3	2.056,1	1,8	956,1	211,5	420,0
Operaciones													
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	128,0	151,8	-24,2	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,9	180,6	-2,8	-0,1	1,1	254,1	303,8	-81,8	33,4	-1,3	53,7	5,8	27,0
2017 II TR	39,2	43,3	-4,8	0,7	0,0	55,4	66,2	-20,3	9,9	-0,3	14,0	5,3	10,7
III TR	35,1	41,7	-5,8	0,3	-1,1	66,0	75,1	-16,7	8,0	-0,3	12,1	4,8	16,2
IV TR	23,5	16,6	1,2	1,5	4,2	47,6	65,2	-21,8	5,5	-1,3	42,2	2,1	-8,9
2018 I TR	16,6	34,0	-12,7	-2,7	-1,9	75,8	83,9	-18,5	9,5	0,9	-18,1	7,6	3,0
2017 Nov	17,9	13,2	2,0	0,3	2,4	2,2	9,1	-7,0	0,3	-0,2	52,4	5,6	-6,5
Dic	-4,2	-11,0	5,2	0,1	1,5	8,2	16,7	-6,8	-0,4	-1,4	22,6	-5,1	-2,4
2018 Ene	44,7	39,5	6,2	-2,1	1,1	30,8	27,9	-5,0	6,9	1,0	-20,8	1,6	2,8
Feb	-19,3	-12,4	-5,6	0,3	-1,7	28,9	35,0	-7,6	1,4	0,1	-6,4	3,9	0,9
Mar	-8,7	6,8	-13,3	-0,9	-1,3	16,1	21,1	-5,9	1,2	-0,3	9,1	2,1	-0,6
Abr ⁽⁴⁾	11,2	17,3	-4,5	-1,6	0,1	29,9	27,2	-3,7	6,1	0,3	-38,4	1,8	6,9
Tasas de crecimiento													
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2017 II TR	8,1	11,5	-4,3	-1,6	-21,4	4,8	10,7	-12,3	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
III TR	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
IV TR	8,6	11,2	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 I TR	5,3	8,0	-7,4	-0,1	17,8	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,4
2017 Nov	8,5	12,0	-5,7	-0,1	-4,9	4,4	9,3	-12,7	1,7	-17,5	6,2	1,1	7,6
Dic	8,6	11,2	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 Ene	8,5	10,8	-0,5	-0,4	48,4	4,1	8,6	-12,5	1,7	-37,1	7,3	4,9	5,4
Feb	6,8	9,0	-2,9	0,2	31,1	4,2	8,7	-12,5	1,7	-33,3	7,0	6,0	5,7
Mar	5,3	8,0	-7,4	-0,1	17,8	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,4
Abr ⁽⁴⁾	5,6	8,4	-7,6	-0,5	13,2	4,1	8,4	-11,9	1,7	-40,6	1,7	7,1	5,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	Préstamos ajustados ²⁾	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾			A empresas de seguros y fondos de pensiones
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2015	3.901,3	1.113,5	2.785,4	12.599,8	10.509,7	10.805,0	4.290,2	5.308,7	787,1	123,8	1.307,8	782,4
2016	4.393,6	1.083,3	3.297,1	12.877,7	10.708,3	10.979,2	4.313,5	5.447,3	834,7	112,7	1.385,4	784,0
2017	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,0	10.872,5	11.169,8	4.325,1	5.597,8	840,8	108,8	1.440,1	801,5
2017 II TR	4.463,8	1.064,5	3.385,1	13.001,0	10.766,8	11.050,4	4.302,0	5.520,2	831,9	112,7	1.437,8	796,4
III TR	4.548,2	1.050,5	3.483,6	13.049,0	10.816,1	11.103,7	4.305,0	5.554,6	844,7	111,9	1.439,0	794,0
IV TR	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,0	10.872,5	11.169,8	4.325,1	5.597,8	840,8	108,8	1.440,1	801,5
2018 I TR	4.600,8	1.021,1	3.565,9	13.198,0	10.947,9	11.236,9	4.347,0	5.632,0	856,8	112,0	1.466,2	783,8
2017 Nov	4.581,9	1.041,6	3.526,4	13.121,6	10.888,7	11.170,0	4.344,5	5.581,1	848,1	115,0	1.427,1	805,8
Dic	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,0	10.872,5	11.169,8	4.325,1	5.597,8	840,8	108,8	1.440,1	801,5
2018 Ene	4.597,3	1.031,1	3.552,0	13.187,7	10.933,5	11.230,6	4.353,4	5.604,3	863,3	112,5	1.453,3	800,9
Feb	4.598,8	1.023,2	3.561,3	13.188,8	10.936,6	11.225,4	4.349,3	5.615,0	858,5	113,8	1.459,4	792,7
Mar	4.600,8	1.021,1	3.565,9	13.198,0	10.947,9	11.236,9	4.347,0	5.632,0	856,8	112,0	1.466,2	783,8
Abr ⁴⁾	4.595,7	1.020,9	3.560,3	13.254,3	10.968,5	11.261,7	4.360,1	5.642,8	847,7	117,9	1.482,9	802,9
Operaciones												
2015	295,3	-21,0	316,0	82,9	55,9	76,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5
2016	488,3	-34,6	522,8	317,1	234,2	258,2	81,5	120,3	43,6	-11,1	78,8	4,1
2017	289,5	-43,1	331,9	361,8	272,9	316,3	81,9	173,7	20,9	-3,6	64,0	24,9
2017 II TR	34,0	-5,4	39,4	55,6	24,5	49,4	0,5	34,6	-10,6	0,0	19,3	11,8
III TR	88,6	-10,8	99,5	74,6	76,2	86,7	21,2	40,8	14,9	-0,7	2,3	-3,9
IV TR	89,8	-15,9	105,6	88,4	75,8	93,7	33,8	48,8	-3,7	-3,0	5,8	6,8
2018 I TR	-39,6	-10,6	-28,9	116,4	103,1	97,3	40,5	39,7	19,6	3,3	28,7	-15,4
2017 Nov	21,0	-1,2	22,2	44,1	35,7	32,7	15,8	18,8	-1,8	2,9	0,3	8,1
Dic	64,5	-9,0	73,4	5,8	-4,3	16,2	-9,4	18,7	-7,4	-6,2	14,2	-4,1
2018 Ene	-29,9	-0,7	-29,5	83,3	70,2	68,1	33,5	7,7	25,4	3,7	14,8	-1,6
Feb	2,5	-7,7	10,1	1,9	0,7	-3,5	-5,9	10,9	-5,6	1,3	6,5	-5,3
Mar	-12,1	-2,2	-9,5	31,1	32,2	32,7	12,9	21,1	-0,2	-1,7	7,4	-8,4
Abr ⁴⁾	-3,7	-0,2	-4,1	46,3	15,8	18,3	12,8	11,4	-14,3	5,8	16,6	13,9
Tasas de crecimiento												
2015	8,2	-1,8	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,6	-9,0	6,0	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,6	3,2
2017 II TR	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,3	2,5	1,2	2,9	3,7	8,4	7,2	6,4
III TR	8,3	-4,0	12,7	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,6	2,0	5,6	2,6
IV TR	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,6	3,2
2018 I TR	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,4	-0,4	4,0	-0,1
2017 Nov	6,8	-3,7	10,4	2,8	2,5	2,9	1,8	3,1	3,2	0,1	3,9	4,4
Dic	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,6	3,2
2018 Ene	5,4	-4,4	8,7	3,1	2,9	3,3	2,3	3,1	5,6	-1,2	4,7	2,3
Feb	5,2	-4,1	8,2	2,8	2,7	3,1	2,0	2,9	4,5	2,0	5,0	1,1
Mar	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,4	-0,4	4,0	-0,1
Abr ⁴⁾	3,2	-4,1	5,5	3,0	2,8	3,1	2,4	3,0	3,2	3,7	5,1	1,8

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del euro¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Préstamos ajustados ⁴⁾					Préstamos ajustados ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2015	4.290,2	4.272,8	1.043,1	761,8	2.485,2	5.308,7	5.641,5	595,4	3.949,4	763,9
2016	4.313,5	4.313,1	1.002,2	797,7	2.513,6	5.447,3	5.727,2	615,6	4.083,3	748,4
2017	4.325,1	4.365,2	976,7	820,5	2.527,8	5.597,8	5.865,5	653,3	4.214,4	730,1
2017 II TR	4.302,0	4.316,2	990,9	798,7	2.512,5	5.520,2	5.798,9	635,3	4.147,7	737,2
III TR	4.305,0	4.326,2	978,3	812,4	2.514,3	5.554,6	5.828,8	644,7	4.179,0	730,9
IV TR	4.325,1	4.365,2	976,7	820,5	2.527,8	5.597,8	5.865,5	653,3	4.214,4	730,1
2018 I TR	4.347,0	4.384,2	1.002,6	820,2	2.524,3	5.632,0	5.905,4	663,1	4.242,1	726,9
2017 Nov	4.344,5	4.365,7	987,9	822,7	2.533,9	5.581,1	5.853,1	652,2	4.197,5	731,4
Dic	4.325,1	4.365,2	976,7	820,5	2.527,8	5.597,8	5.865,5	653,3	4.214,4	730,1
2018 Ene	4.353,4	4.388,1	996,7	826,5	2.530,2	5.604,3	5.880,3	659,5	4.215,8	729,0
Feb	4.349,3	4.382,2	988,9	824,9	2.535,5	5.615,0	5.892,2	662,3	4.224,0	728,8
Mar	4.347,0	4.384,2	1.002,6	820,2	2.524,3	5.632,0	5.905,4	663,1	4.242,1	726,9
Abr ^(b)	4.360,1	4.396,7	1.004,7	823,1	2.532,3	5.642,8	5.917,2	667,0	4.249,9	725,9
Operaciones										
2015	-15,0	22,8	-62,2	31,9	15,3	98,5	76,9	21,8	80,2	-3,6
2016	81,5	98,7	-17,3	44,2	54,6	120,3	114,4	23,9	105,6	-9,2
2017	81,9	132,7	1,1	36,6	44,1	173,7	166,7	44,0	134,1	-4,4
2017 II TR	0,5	11,2	-2,4	2,3	0,6	34,6	40,1	10,3	24,9	-0,5
III TR	21,2	33,1	-6,0	17,1	10,1	40,8	36,3	10,7	33,3	-3,2
IV TR	33,8	57,1	3,0	10,8	19,9	48,8	46,5	11,9	36,7	0,2
2018 I TR	40,5	38,8	31,0	4,4	5,1	39,7	46,3	11,5	27,3	0,8
2017 Nov	15,8	17,4	-2,5	6,9	11,4	18,8	16,6	6,3	11,4	1,1
Dic	-9,4	11,6	-8,4	-0,7	-0,3	18,7	17,2	2,1	17,6	-1,0
2018 Ene	33,5	26,1	22,5	7,3	3,7	7,7	16,0	6,1	1,8	-0,3
Feb	-5,9	-4,8	-9,1	-1,7	5,0	10,9	12,8	3,1	7,5	0,4
Mar	12,9	17,5	17,7	-1,2	-3,6	21,1	17,5	2,3	18,1	0,8
Abr ^(b)	12,8	12,4	2,1	2,7	8,0	11,4	11,1	5,7	7,4	-1,7
Tasas de crecimiento										
2015	-0,3	0,5	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	1,9	3,1	0,1	4,6	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,6
2017 II TR	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	2,9	2,6	6,0	3,2	-1,1
III TR	1,5	2,5	-1,2	4,3	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
IV TR	1,9	3,1	0,1	4,6	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,6
2018 I TR	2,2	3,3	2,6	4,3	1,4	3,0	2,9	7,1	3,0	-0,4
2017 Nov	1,8	3,1	-1,0	4,8	2,0	3,1	2,8	7,3	3,1	-0,8
Dic	1,9	3,1	0,1	4,6	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,6
2018 Ene	2,3	3,4	1,2	5,3	1,8	3,1	2,9	7,4	3,1	-0,8
Feb	2,0	3,2	0,4	5,2	1,7	2,9	2,9	7,5	2,9	-0,6
Mar	2,2	3,3	2,6	4,3	1,4	3,0	2,9	7,1	3,0	-0,4
Abr ^(b)	2,4	3,3	3,2	4,3	1,5	3,0	2,9	7,6	2,9	-0,5

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

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

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

	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM				
	Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Activos exteriores netos	Otros			
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas		Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
Saldos vivos											
2015	284,7	6.999,2	2.119,4	80,0	2.255,8	2.543,9	1.350,6	284,6	205,9	135,6	
2016	314,2	6.956,8	2.090,9	70,9	2.146,7	2.648,4	1.136,9	261,8	205,9	121,6	
2017	356,2	6.742,7	1.968,9	59,7	2.016,1	2.698,0	934,6	284,1	143,9	93,6	
2017 II TR	305,7	6.800,8	2.035,7	66,8	2.066,7	2.631,6	1.028,3	248,6	154,2	109,7	
III TR	365,3	6.730,6	2.007,3	61,5	2.015,9	2.645,8	1.022,3	262,1	140,6	85,4	
IV TR	356,2	6.742,7	1.968,9	59,7	2.016,1	2.698,0	934,6	284,1	143,9	93,6	
2018 I TR	339,6	6.722,1	1.952,4	59,4	2.020,1	2.690,2	910,0	292,2	136,2	88,3	
2017 Nov	308,9	6.696,4	1.965,1	60,1	2.016,4	2.654,8	952,0	208,7	167,6	132,7	
Dic	356,2	6.742,7	1.968,9	59,7	2.016,1	2.698,0	934,6	284,1	143,9	93,6	
2018 Ene	316,2	6.728,7	1.960,1	60,5	2.022,5	2.685,7	821,5	344,7	133,2	85,3	
Feb	346,9	6.715,4	1.958,4	59,8	2.016,0	2.681,1	841,1	344,5	125,0	82,9	
Mar	339,6	6.722,1	1.952,4	59,4	2.020,1	2.690,2	910,0	292,2	136,2	88,3	
Abr ⁽⁴⁾	349,7	6.738,0	1.955,1	59,3	2.018,9	2.704,8	879,6	330,1	147,4	154,5	
Operaciones											
2015	8,9	-216,2	-106,3	-13,5	-215,4	118,9	-86,7	-12,7	21,4	-4,0	
2016	26,7	-113,7	-69,6	-9,1	-110,4	75,4	-276,1	-76,8	12,8	-12,0	
2017	45,7	-86,2	-84,7	-8,7	-72,5	79,7	-97,3	-70,7	-60,7	-27,3	
2017 II TR	-2,6	-12,0	-24,8	-2,4	-2,7	18,0	-11,7	3,0	-28,9	-2,1	
III TR	64,9	-24,7	-25,5	-2,9	-31,1	34,7	24,8	15,9	-13,6	-24,3	
IV TR	-9,1	-36,0	-17,7	-1,8	-11,0	-5,4	-75,6	-61,1	3,4	8,2	
2018 I TR	-16,5	11,2	-16,1	-1,3	12,0	16,6	60,5	-59,9	-7,8	-5,3	
2017 Nov	-33,0	-3,3	2,3	-0,7	-7,3	2,4	0,2	-34,2	9,3	23,2	
Dic	47,3	-5,2	4,8	-0,5	5,3	-14,8	-10,9	-7,9	-23,7	-39,1	
2018 Ene	-39,8	15,5	-6,8	-0,6	19,9	3,0	-27,6	3,4	-10,7	-8,3	
Feb	30,6	-23,1	-3,7	-0,4	-16,3	-2,8	10,3	-9,7	-8,2	-2,4	
Mar	-7,3	18,8	-5,6	-0,4	8,4	16,4	77,9	-53,7	11,2	5,4	
Abr ⁽⁴⁾	10,1	1,6	1,8	-0,2	-10,2	10,2	-38,7	33,2	-10,5	-12,0	
Tasas de crecimiento											
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,8	4,8	-	-	11,6	-2,9	
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	2,9	-	-	6,3	-9,0	
2017	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,5	3,0	-	-	-29,6	-22,6	
2017 II TR	-7,7	-1,2	-4,0	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6	
III TR	22,0	-0,9	-4,1	-12,5	-3,5	4,2	-	-	-31,2	-33,4	
IV TR	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,5	3,0	-	-	-29,6	-22,6	
2018 I TR	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6	-21,0	
2017 Nov	4,0	-1,3	-4,6	-12,7	-3,8	3,5	-	-	-13,1	10,0	
Dic	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,5	3,0	-	-	-29,6	-22,6	
2018 Ene	5,1	-0,9	-4,0	-12,4	-2,3	3,1	-	-	-24,5	-19,8	
Feb	16,9	-1,3	-3,7	-12,6	-2,8	2,0	-	-	-27,0	-20,5	
Mar	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6	-21,0	
Abr ⁽⁴⁾	7,3	-0,7	-3,7	-12,8	-1,7	2,6	-	-	-28,3	-26,4	

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
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,1
2017 I TR	-1,3	.	.	.	.	0,9
II TR	-1,2	.	.	.	.	0,8
III TR	-1,0	.	.	.	.	1,0
IV TR	-0,9	.	.	.	.	1,1

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	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	4,0
2015	46,3	45,7	12,6	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,1	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,0	10,0	5,2	2,1	22,8	3,5
2017	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7
2017 I TR	46,2	45,7	12,7	13,0	15,3	0,5	47,4	43,9	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
II TR	46,2	45,8	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,8	9,9	5,1	2,1	22,7	3,6
III TR	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,2	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,7
IV TR	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor		Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda		
		Efectivo y 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
2014	91,9	2,7	17,1	72,0	44,0	25,6	47,9	10,0	81,9	18,8	31,9	41,2	89,8	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	71,0	44,1	27,1	45,8	9,3	80,6	17,6	31,2	41,1	87,9	2,0
2016	89,0	2,7	15,5	70,8	46,1	30,4	42,9	9,0	80,0	17,2	29,9	41,9	87,0	2,0
2017	86,7	2,6	14,3	69,8	46,7	31,8	40,1	8,3	78,5	16,0	28,8	41,9	84,9	1,8
2017 I TR	89,2	2,6	15,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	89,1	2,7	14,9	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	88,1	2,8	14,7	70,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	86,7	2,6	14,3	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

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

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

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

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾						
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	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
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2017 I TR	13,9	12,2	4,2	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
II TR	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
III TR	13,0	11,3	3,8	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
IV TR	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2017 Nov	12,9	11,2	3,8	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2
Dic	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 Ene	12,7	11,1	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,2	0,4	1,2
Feb	12,7	11,1	4,1	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4	1,2
Mar	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
Abr	12,8	11,2	3,9	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4	1,1

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

4) 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									
2014	-3,1	0,5	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3
2016	-2,5	1,0	-0,3	-0,5	0,6	-4,5	-3,4	-2,5	0,3
2017	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8
2017 I TR	-2,0	1,2	-0,4	-0,4	1,1	-4,2	-3,3	-2,2	0,4
II TR	-1,6	1,0	-0,7	-0,5	1,1	-3,6	-3,2	-2,5	0,8
III TR	-1,3	1,3	-0,7	-0,6	1,1	-3,2	-3,0	-2,4	1,8
IV TR	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8
Deuda pública									
2014	107,0	74,7	10,7	104,5	178,9	100,4	94,9	131,8	107,5
2015	106,1	71,0	10,0	76,9	176,8	99,4	95,6	131,5	107,5
2016	105,9	68,2	9,4	72,8	180,8	99,0	96,6	132,0	106,6
2017	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5
2017 I TR	107,4	66,7	9,2	74,8	177,7	99,7	98,9	133,8	106,0
II TR	106,1	66,1	8,9	74,1	176,1	99,5	99,3	134,9	105,7
III TR	106,9	65,2	8,9	72,0	177,4	98,5	98,4	134,2	102,5
IV TR	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5

	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,8
2017	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2017 I TR	-0,3	0,8	0,8	2,0	1,0	-0,9	-3,8	-1,3	-2,0	-1,5
II TR	0,3	0,7	1,0	2,1	1,1	-1,2	-3,5	-1,0	-1,6	-1,0
III TR	0,1	0,9	1,4	3,3	1,2	-0,9	-2,4	-0,5	-1,6	-1,1
IV TR	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
Deuda pública										
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	84,0	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,0	58,7	64,6	84,6	128,8	82,6	52,3	63,5
2016	40,5	40,1	20,8	56,2	61,8	83,6	129,9	78,6	51,8	63,0
2017	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4
2017 I TR	39,3	39,2	23,9	56,6	59,5	81,7	130,1	80,3	53,3	62,7
II TR	39,9	41,7	23,4	55,0	58,6	81,4	131,7	79,8	51,7	61,7
III TR	38,2	39,4	23,4	53,4	56,9	80,2	130,5	78,5	51,3	60,5
IV TR	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2018

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

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. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 13 de junio de 2018.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-18-004-ES-N (edición electrónica)