



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 2 / 2019



Índice

Índice	1
Evolución económica y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	13
3 Actividad económica	20
4 Precios y costes	26
5 Dinero y crédito	33
6 Evolución de las finanzas públicas	41
Recuadros	44
1 Características de la actual expansión en las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro: ¿hacia dónde vamos?	44
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 31 de octubre de 2018 y el 29 de enero de 2019	49
3 Crecimiento del empleo y del PIB en la zona del euro	55
4 Nuevas características del Índice Armonizado de Precios de Consumo: grupos de análisis, datos de escáner y <i>web-scraping</i>	58
5 Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC	62
6 El diferencial tipo de interés-crecimiento y la evolución de la deuda pública	66
7 La evaluación de 2019 de los desequilibrios macroeconómicos y de los avances en las reformas por parte de la Comisión Europea	71
Artículo	76
1 Balance del programa de compra de activos del Eurosistema tras el final de las compras netas de activos	76
Estadísticas	S1

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

Sobre la base de una evaluación detallada de las perspectivas económicas y de inflación, el Consejo de Gobierno adoptó varias decisiones de política monetaria en su reunión de política monetaria del 7 de marzo. El debilitamiento de los datos económicos apunta a una moderación considerable del ritmo de expansión económica que continuará durante este año, si bien hay señales de que algunos de los factores idiosincrásicos internos que frenan el crecimiento están comenzando a desaparecer. La persistencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, con la amenaza del proteccionismo y con las vulnerabilidades en los mercados emergentes parece estar dejando huella en el clima económico. Por otra parte, la inflación subyacente sigue siendo moderada. El menor dinamismo de la economía está ralentizando el ajuste de la inflación hacia el objetivo del Consejo de Gobierno. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación favorables, la evolución positiva de los mercados de trabajo y el mayor crecimiento de los salarios continúan sustentando la expansión de la zona del euro y el aumento gradual de las presiones inflacionistas. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió ajustar sus indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE para indicar que espera que «se mantengan en los niveles actuales al menos hasta el final de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo», así como reiterar sus indicaciones prospectivas sobre reinversiones. Además, el Consejo de Gobierno decidió poner en marcha una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés) y seguir ejecutando todas las operaciones de crédito mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena al menos hasta el final del período de mantenimiento de reservas que comenzará en marzo de 2021. Estas decisiones se adoptaron con el objetivo de asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 7 de marzo de 2019

El dinamismo del crecimiento global continuó moderándose a finales de 2018 y, a tenor de las proyecciones, se desacelerará en 2019 pero se estabilizará a medio plazo. La ralentización ha sido más pronunciada en el sector manufacturero, lo que ha provocado una acusada desaceleración del comercio mundial. El aumento de las incertidumbres globales relacionadas con los conflictos comerciales, las tensiones financieras observadas en las economías emergentes el pasado verano y las señales de un menor avance en China han contribuido a la desaceleración del crecimiento y del comercio mundiales. Aunque se espera que estos factores

negativos continúen afectando a la economía global este año, también se prevé que las recientes medidas de política económica la sostengan en cierta medida. Las proyecciones apuntan a que el comercio global se debilitará más significativamente este año y crecerá en línea con la actividad a medio plazo. Se prevé que las presiones inflacionistas a escala mundial se mantengan contenidas, al tiempo que se han ido acumulando los riesgos a la baja para la actividad global.

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2018, en un contexto de deterioro de las perspectivas macroeconómicas y de percepción de ralentización del ritmo de endurecimiento monetario en Estados Unidos. Los precios de los activos de riesgo de la zona del euro, como los de los valores de renta variable y de renta fija privada, se han recuperado en un entorno de mejora en la percepción de los riesgos, impulsada, en parte, por un mayor optimismo en relación con las negociaciones comerciales a escala global. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha debilitado en términos generales.

En el cuarto trimestre de 2018, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se mantuvo contenido y se situó en el 0,2 % en tasa intertrimestral. La información más reciente sugiere que el crecimiento seguirá avanzando a tasas moderadas en el corto plazo. Los datos publicados han seguido mostrando una evolución débil, en particular en el sector manufacturero, como consecuencia de la desaceleración de la demanda externa, agravada por varios factores relacionados con países y con sectores específicos. Estos factores están teniendo un impacto algo más prolongado de lo esperado, lo que sugiere que las perspectivas de crecimiento a corto plazo serán más débiles de lo previsto anteriormente. De cara al futuro, se espera que el efecto de estos factores adversos desaparezca. La expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en las favorables condiciones de financiación, nuevas mejoras del empleo y de los salarios, y el sostenido, aunque algo más lento, crecimiento de la actividad mundial.

Esta valoración se refleja, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019, que prevén un crecimiento anual del PIB real de la zona del euro del 1,1 % en 2019, el 1,6 % en 2020 y el 1,5 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja, de forma significativa para 2019 y leve para 2020. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja, debido a la persistencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en las economías emergentes.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1,5 % en febrero de 2019, desde el 1,4 % registrado en enero. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general se mantenga en torno a los niveles actuales antes de reducirse hacia finales de año. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en general en niveles moderados, las presiones de los costes laborales se han intensificado y ampliado en un contexto de

elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente aumente gradualmente a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica y por el mayor crecimiento de los salarios.

Esta valoración se refleja también, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1,5 % en 2020 y el 1,6 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja para todo el horizonte de proyección, debido, en particular, a las perspectivas más moderadas de crecimiento a corto plazo. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,2 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021.

La expansión monetaria y el crecimiento del crédito se moderaron en enero de 2019, pero las condiciones de financiación y del crédito de los bancos continuaron siendo favorables. El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) descendió hasta el 3,8 % en enero de 2019, desde el 4,1 % registrado en diciembre de 2018. El avance sigue estando respaldado por la creación de crédito bancario, pese a la reciente moderación del crecimiento del crédito. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se redujo hasta el 3,3 % en enero de 2019, tras el 3,9 % registrado en diciembre de 2018 —debido a un efecto de comparación, pero también, en algunos países, a la habitual reacción retardada a la desaceleración de la actividad económica—, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares permaneció estable en el 3,2 %. Las condiciones de financiación de las empresas y de los hogares siguen siendo favorables, dado que las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 continúan respaldando el acceso a la financiación, en particular de las pequeñas y medianas empresas. Las decisiones del Consejo de Gobierno, en particular la nueva serie de TLTRO, contribuirán a asegurar que las condiciones de financiación bancaria continúen siendo favorables en el futuro.

Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro fue neutral, en líneas generales, en 2018, pero se prevé que sea ligeramente expansiva a partir de 2019. Esto se debe, principalmente, a la relajación de la orientación de dicha política en un entorno macroeconómico menos favorable.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones:

- En primer lugar, los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron sin variación. El Consejo de Gobierno espera ahora que los tipos de interés oficiales del BCE permanezcan en los niveles actuales al menos hasta el final

de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la convergencia sostenida y continuada de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

- En segundo lugar, el Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.
- En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió poner en marcha una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés) a partir de septiembre de 2019 y hasta marzo de 2021, todas con vencimiento a dos años. Estas nuevas operaciones contribuirán a mantener unas favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito y una transmisión fluida de la política monetaria. En el marco de las TLTRO-III, las entidades de contrapartida podrán obtener financiación por un importe de hasta el 30 % de sus préstamos computables a 28 de febrero de 2019 a un tipo indexado al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación durante la vida de cada operación. Al igual que el programa actual de TLTRO-II, las TLTRO-III ofrecerán incentivos para que las condiciones crediticias sigan siendo favorables. Se comunicarán más detalles sobre las condiciones precisas de las TLTRO-III más adelante.
- En cuarto lugar, el Consejo de Gobierno decidió ejecutar las operaciones de crédito del Eurosistema mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante el tiempo que sea necesario, y al menos hasta el final del período de mantenimiento de reservas que comenzará en marzo de 2021.

El Consejo de Gobierno adoptó estas decisiones con el objetivo de asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Estas decisiones propiciarán un aumento adicional de las presiones inflacionistas internas y respaldarán la evolución de la inflación general a medio plazo. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la manera adecuada, con el fin de asegurar que la inflación continúe avanzando de forma sostenida hacia su objetivo.

1 Entorno exterior

El dinamismo del crecimiento global continuó moderándose a finales de 2018 y las encuestas indican que se debilitó aún más a principios de 2019. La ralentización ha sido más pronunciada en el sector manufacturero, lo que ha provocado una acusada desaceleración del comercio mundial. El aumento de las incertidumbres globales relacionadas con el conflicto comercial entre Estados Unidos y China, las tensiones financieras observadas en las economías emergentes el pasado verano y, más recientemente, las señales de un menor avance en China ha contribuido a la desaceleración del crecimiento y del comercio mundiales. Aunque se espera que estos factores negativos continúen afectando a la economía global este año, también se prevé que las recientes medidas de política económica la sostengan en cierta medida. Por tanto, las proyecciones apuntan a que el crecimiento mundial disminuirá en 2019, pero se estabilizará a medio plazo, y a que el comercio global se debilitará más significativamente este año y crecerá en línea con la actividad a medio plazo. Se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas, al tiempo que se han ido acumulando riesgos a la baja para la actividad mundial.

Actividad económica y comercio mundiales

El dinamismo del crecimiento global continuó moderándose a finales de 2018.

En las economías avanzadas, la actividad económica se debilitó en el cuarto trimestre de 2018, con una disminución del crecimiento tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido. Aunque el ritmo de avance se fortaleció en Japón en dicho trimestre, en el trimestre anterior se había registrado una contracción a causa de una serie de desastres naturales. En las economías emergentes, el crecimiento también se debilitó a finales de 2018, incluso en China.

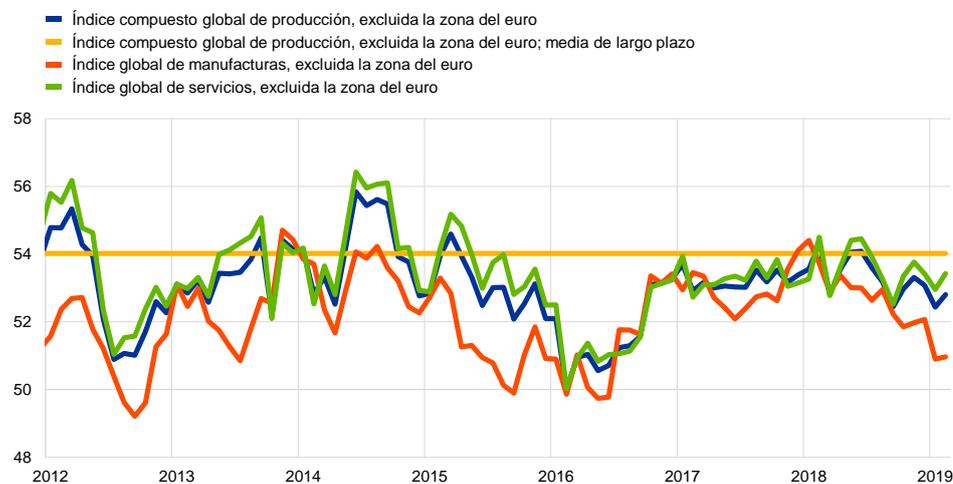
La evidencia procedente de encuestas de opinión sugiere que el crecimiento siguió debilitándose a principios de 2019.

El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, ha continuado cayendo, debido principalmente al deterioro de la actividad del sector manufacturero a escala mundial. La actividad de los servicios también se ha moderado recientemente, aunque el retroceso ha sido menor y partiendo de un nivel más elevado (véase gráfico 1). La actividad global de las manufacturas se ha ralentizado en un entorno de maduración de los ciclos económicos en las principales economías avanzadas. Al mismo tiempo, el ritmo de esta desaceleración se ha acentuado, dado que el aumento de las incertidumbres —como el prolongado conflicto comercial entre Estados Unidos y China, las tensiones financieras observadas en las economías emergentes el pasado verano y, más recientemente, las señales de un menor crecimiento en China— está lastrando la economía mundial. El menor ritmo de actividad de las manufacturas a escala global también está pesando sobre el comercio mundial.

Gráfico 1

PMI compuesto global de producción

(Índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

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

En general, las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias en las economías avanzadas, mientras que, en los mercados emergentes, el panorama continúa siendo heterogéneo. Las expectativas de los mercados sobre nuevos aumentos de los tipos de interés en Estados Unidos se han moderado, en un entorno en el que los rendimientos de los bonos del Tesoro volvieron a descender, lo que refleja, en parte, la evolución de las primas por plazo. En China, las condiciones financieras también se han relajado, dado que las autoridades han adoptado una política monetaria más laxa en respuesta a las señales de debilitamiento de la actividad. Las cotizaciones mundiales han repuntado desde principios de año, tras la acusada caída que se observó a finales de 2018 en un contexto de nueva preocupación por la economía mundial. Sin embargo, la tolerancia al riesgo a escala global no se ha recuperado totalmente y la volatilidad de los mercados financieros continúa siendo elevada. En algunas de las economías emergentes que se vieron más afectadas por las turbulencias registradas en los mercados financieros el pasado verano —entre ellas, Argentina y Turquía—, las condiciones financieras siguen siendo relativamente restrictivas y siguen lastrando la actividad.

Se espera que el crecimiento mundial se modere este año, en un contexto de incremento de los factores negativos. Entre estos se incluyen el debilitamiento de la actividad manufacturera y del comercio a escala global, en un entorno en el que la incertidumbre política y acerca de las políticas económicas es elevada y cada vez mayor. En Estados Unidos, el considerable estímulo fiscal procedente de las medidas procíclicas, que incluyen rebajas de impuestos y aumentos del gasto, sigue contribuyendo a impulsar el crecimiento en dicho país y a escala mundial, pero se espera que el cierre parcial de la Administración federal, que concluyó a finales de enero, lastre la expansión en el primer trimestre de 2019. En China, la demanda

interna se debilitaría en la primera mitad del año, pues es probable que el impacto de las políticas aplicadas recientemente se deje sentir con cierto retraso.

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

Por lo que respecta a la evolución en los distintos países, en Estados Unidos la actividad continuó siendo relativamente sólida. La fortaleza del mercado de trabajo de este país, las favorables condiciones financieras y el estímulo fiscal siguen sustentando el crecimiento y neutralizando los efectos adversos del conflicto comercial con China. Se espera que el impacto negativo del cierre parcial de la Administración federal sea temporal. La inflación interanual medida por los precios de consumo retrocedió al 1,6 % en enero, desde el 1,9 % registrado el mes anterior, en gran medida debido a la caída de los precios de la energía, mientras que, excluyendo la energía y los alimentos, este índice se mantuvo sin variación en el 2,2 %.

En Japón, la recuperación de la demanda interna respaldó el crecimiento a finales de 2018. Esta recuperación se produjo tras una acusada contracción experimentada en el tercer trimestre a causa de una serie de desastres naturales. De cara al futuro, se espera que la orientación acomodaticia de la política monetaria de este país, su sólido mercado de trabajo y su fuerte demanda de inversión (pese al debilitamiento del entorno exterior) sustenten el crecimiento. Además, se proyecta que las medidas fiscales suavicen el impacto negativo de la subida del impuesto sobre el consumo prevista para octubre de este año. El hecho de que el crecimiento de los salarios siga siendo moderado (pese al gran tensionamiento del mercado de trabajo) y de que las expectativas de inflación se sitúen en niveles reducidos sugiere que la inflación permanecerá por debajo del objetivo del 2 % a medio plazo fijado por el Banco de Japón.

En el Reino Unido, el aumento de la incertidumbre política sigue lastrando el crecimiento. Incluso las perspectivas a corto plazo están sujetas a una incertidumbre considerable, debido a la próxima votación en el Parlamento sobre el acuerdo de retirada de la UE. A medio plazo, se espera que el crecimiento se mantenga por debajo de la trayectoria registrada antes del referéndum.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que el crecimiento se modere ligeramente este año. El crecimiento de la inversión continúa siendo

vigoroso, respaldado por los fondos de la UE, y el gasto en consumo también mantiene su fortaleza, apoyado en la sólida evolución de los mercados de trabajo. Sin embargo, la desaceleración de la zona del euro está afectando a las perspectivas de crecimiento de esta región. A medio plazo, se espera que los niveles de crecimiento de estos países retrocedan hacia su potencial.

El crecimiento de la actividad en China ha perdido parte de su impulso en los últimos meses. Además, los indicadores mensuales sugieren que es probable que esta tendencia haya continuado a principios de 2019. Para proteger la economía de una ralentización más acusada, las autoridades chinas han anunciado una serie de medidas fiscales y de política monetaria que se espera que se traduzcan en una desaceleración suave de la actividad este año. A más largo plazo, se prevé que los avances en la aplicación de reformas estructurales propiciarán una transición ordenada a una senda de crecimiento más moderada menos dependiente de la inversión y las exportaciones.

En los grandes países exportadores de materias primas se prevé un fortalecimiento gradual de la actividad económica. Las perspectivas de crecimiento en Rusia dependen de la evolución de los mercados de petróleo mundiales, y está previsto que las anteriores caídas de los precios del crudo lastren la actividad este año. A más largo plazo, se espera que la actividad económica de este país se fortalezca gradualmente, en un contexto de restricciones impuestas por las sanciones internacionales y de incertidumbre acerca de la aplicación de reformas estructurales y de los compromisos de gasto anunciados el pasado año. Asimismo, se proyecta que el crecimiento en Brasil cobre fuerza, sustentado por las favorables condiciones financieras y por la menor incertidumbre política.

En Turquía, la actividad económica se contrajo de forma significativa en el tercer trimestre de 2018, como consecuencia de los efectos de las turbulencias financieras del pasado verano, de la elevada inflación y de la orientación procíclica de las políticas monetaria y fiscal. Tras el fuerte ajuste registrado a finales de 2018, se espera que el crecimiento se reactive a finales de este año y vaya aumentando gradualmente a partir de ese momento.

El crecimiento del comercio mundial se moderó el pasado año en un entorno de considerable volatilidad, con un fuerte avance en la primera mitad de 2018, al que siguió una desaceleración relativamente acusada. Esta ralentización refleja el debilitamiento de la actividad de las manufacturas a escala mundial, el aumento de las tensiones comerciales y, más recientemente, un deterioro significativo del comercio en Asia —especialmente en China—. Según datos del CPB, el volumen de importaciones mundiales de mercancías cayó un 1,2 % en diciembre, en términos intertrimestrales, lo que señala una pérdida adicional de dinamismo del comercio global en el cuarto trimestre de 2018 (véase gráfico 2). Además, los nuevos datos indican que el crecimiento del comercio mundial ha continuado siendo débil en el primer trimestre de 2019.

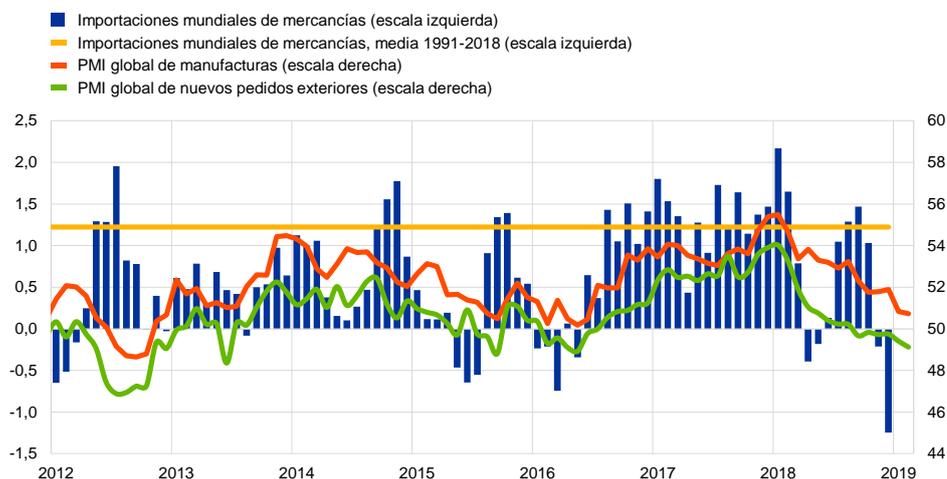
La tregua temporal acordada entre Estados Unidos y China en diciembre de 2018 ha detenido una nueva escalada de las tensiones comerciales. Pese a que originalmente se preveía que los aranceles a las exportaciones chinas a Estados

Unidos por valor de 200 mm de dólares subieran del 10 % al 25 % a partir del 1 de enero de 2019, esta subida se suspendió como consecuencia de la tregua acordada. Aunque la tregua envió señales positivas, la incertidumbre sobre si las negociaciones comerciales en curso se traducirán en una desescalada significativa de las tensiones continúa siendo considerable. Entre tanto, el presidente Trump ha anunciado hace poco una prolongación de la tregua, aludiendo a los avances conseguidos en dichas negociaciones, lo que implica que el aumento de los aranceles permanece en suspenso. Actualmente, se espera que Estados Unidos y China formalicen un acuerdo comercial a finales de marzo. Sin embargo, los riesgos subsisten, dado que las tensiones comerciales podrían volver a intensificarse y la Administración estadounidense podría imponer nuevos aranceles a las importaciones procedentes de otros países.

Gráfico 2

Encuestas y comercio mundial de bienes

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



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2019 (PMI) y a diciembre de 2018 (importaciones mundiales de mercancías).

Tras mostrar un sólido comportamiento el año pasado, se prevé que el crecimiento económico mundial se debilite en 2019, antes de estabilizarse a medio plazo. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, caerá al 3,5 % este año, desde el 3,7 % registrado en 2018. Esta evolución refleja el aumento de los factores negativos que afectan al crecimiento global, como el debilitamiento de la actividad de las manufacturas a escala mundial en un entorno en el que la incertidumbre política y acerca de las políticas económicas es elevada y cada vez mayor. Posteriormente, en el período 2020-2021, la expansión se estabilizaría en torno al 3,6 %, debido al menor ritmo de actividad en importantes economías avanzadas, a la transición de China a una senda de crecimiento más débil y a la esperada recuperación del crecimiento en varias economías emergentes importantes. Dado que los factores negativos que afectan a la expansión global están lastrando significativamente el comercio mundial, está previsto que el ritmo de avance de la demanda externa de la zona del euro disminuya considerablemente

este año y caiga hasta el 2,2 %, desde el 4 % de 2018. A medio plazo, dicha demanda crecería en línea con la actividad, al disiparse gradualmente el impacto de la mayor incertidumbre política y sobre las políticas económicas. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2018, el crecimiento del PIB mundial se ha revisado ligeramente a la baja para este año. El avance de la demanda externa de la zona del euro también se ha revisado a la baja, de manera significativa para este año y leve para el próximo. Estas revisiones reflejan la publicación de datos peores de lo esperado a finales de 2018, junto con la previsión de retroceso de la demanda de importaciones en China y en el resto de los países emergentes de Asia, así como en las economías europeas que no pertenecen a la zona del euro.

Se han acumulado riesgos a la baja para la actividad económica mundial. Pese a la tregua temporal entre Estados Unidos y China, los riesgos de cola derivados de la intensificación de las tensiones comerciales a escala global siguen siendo elevados. Una ralentización más acusada de la economía china podría ser más difícil de afrontar aplicando políticas de estímulo, lo que también planteará retos en el contexto del actual proceso de reequilibrio del país. Entretanto, un escenario de Brexit «sin acuerdo» podría tener efectos de contagio muy negativos, especialmente en Europa, y las elevadas incertidumbres geopolíticas podrían lastrar el crecimiento mundial. Por último, algunas economías emergentes continúan siendo vulnerables a la reversión de los flujos de capitales, aunque el riesgo de que el número de economías emergentes que sufran tensiones agudas sea significativo se ha reducido recientemente.

Evolución mundial de los precios

Los precios del petróleo han mantenido una elevada volatilidad. En el último trimestre de 2018, los precios del crudo disminuyeron en un contexto en el que Arabia Saudí y Rusia aseguraron que compensarían el efecto sobre el suministro de petróleo de las sanciones de Estados Unidos a Irán. Esta presión a la baja se intensificó posteriormente, cuando el Gobierno de Estados Unidos concedió exenciones temporales a los principales países importadores de petróleo iraní y la producción estadounidense de crudo se situó en niveles altos en un entorno de nueva preocupación por la economía mundial. Después, los precios del petróleo se recuperaron ligeramente a principios de año con la entrada en vigor del acuerdo de la OPEP+ para recortar la producción, y los niveles de cumplimiento por parte de los distintos países miembros fueron inesperadamente elevados. De cara al futuro, se espera que los precios del crudo se mantengan generalmente estables en esta senda más baja a lo largo del horizonte de proyección. En consecuencia, los supuestos relativos a los precios del petróleo en los que se basan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019 fueron alrededor de un 8,6 % más bajos para este año (y un 8,2 % y un 8 % inferiores para 2020 y 2021, respectivamente), en comparación con los supuestos utilizados en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2018. Sin embargo, desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones de marzo, el precio del

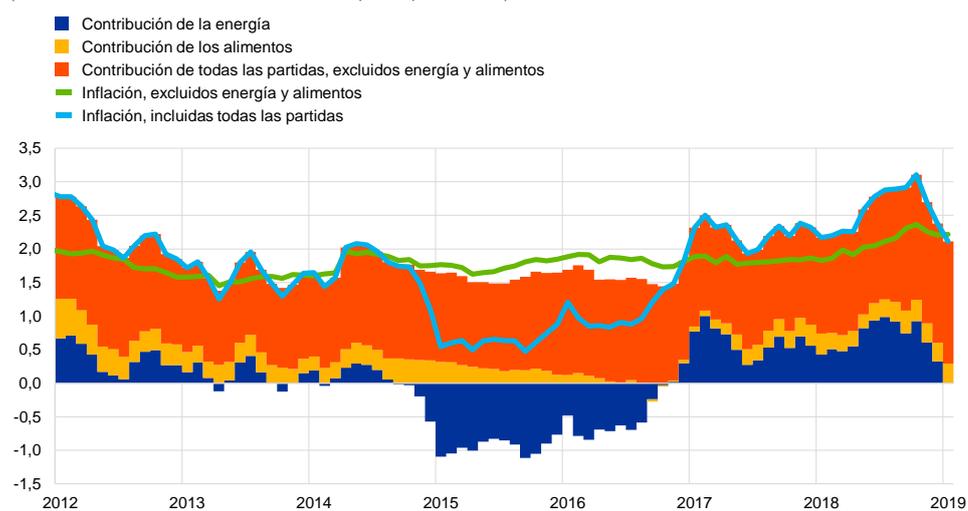
petróleo ha vuelto a aumentar, situándose levemente por encima de los 65 dólares estadounidenses por barril el 6 de marzo.

Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en una media del 2,4 % en diciembre de 2018, frente al 2,7 % del mes anterior, debido a la menor contribución del componente energético (véase gráfico 3). La inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) también disminuyó ligeramente con respecto al mes previo y se situó en el 2,2 %. Las tensiones observadas en los mercados de trabajo de las principales economías avanzadas se han traducido, por ahora, en subidas moderadas de los salarios, y el ritmo de la inflación subyacente se mantiene contenido. Se espera que las anteriores caídas de los precios del petróleo sigan afectando a la inflación general en el futuro.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2019.

De cara al futuro, se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas.

Está previsto que el avance de los precios de exportación de los países competidores de la zona del euro se debilite de forma acusada este año y permanezca estable a medio plazo. Esta evolución refleja una menor contribución positiva de los precios del petróleo, que, según las proyecciones, pasará a ser negativa a corto plazo y, por tanto, compensará las presiones al alza sobre la inflación subyacente procedentes de la disminución de la capacidad ociosa a escala mundial.

2 Evolución financiera

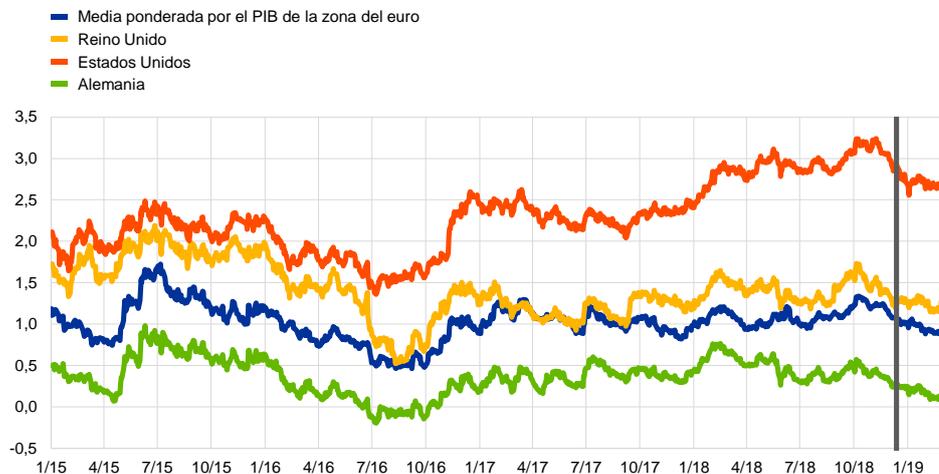
Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo han disminuido a escala mundial desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2018, en un contexto de deterioro de las perspectivas macroeconómicas y de percepción de ralentización del ritmo de endurecimiento monetario en Estados Unidos. Los precios de los activos de riesgo de la zona del euro, como los de los valores de renta variable y de renta fija privada, se han recuperado en un entorno de mejora en la percepción de los riesgos, impulsada, en parte, por una mayor sensación de optimismo en relación con las negociaciones comerciales a escala global. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha debilitado en términos generales.

Los rendimientos a largo plazo han disminuido en la zona del euro y en Estados Unidos. Durante el período analizado (del 13 de diciembre de 2018 al 6 de marzo de 2019), el tipo *swap* del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) libre de riesgo a diez años de la zona del euro cayó 23 puntos básicos y se situó en el 0,48 %, y el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo en 23 puntos básicos, hasta el 0,84 % (véase gráfico 4). En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda soberana a diez años descendió 22 puntos básicos durante el período considerado y se situó en el 2,71 %, mientras que en el Reino Unido se redujo en 8 puntos básicos, hasta el 1,22 %. A escala global, los rendimientos de la deuda a largo plazo disminuyeron a raíz de las comunicaciones de la Reserva Federal, que fueron interpretadas por los mercados como una señal de que prevé ralentizar el ritmo de endurecimiento de la política monetaria. Además de posibles efectos de contagio de Estados Unidos, los rendimientos de la deuda de la zona del euro también reflejaron el deterioro de las perspectivas macroeconómicas después de la publicación de datos macroeconómicos peores de lo esperado, así como de la revisión de las perspectivas de política monetaria para la zona del euro, como indicaban los tramos más cortos de la curva de rendimientos.

Gráfico 4

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de diciembre de 2018). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2019.

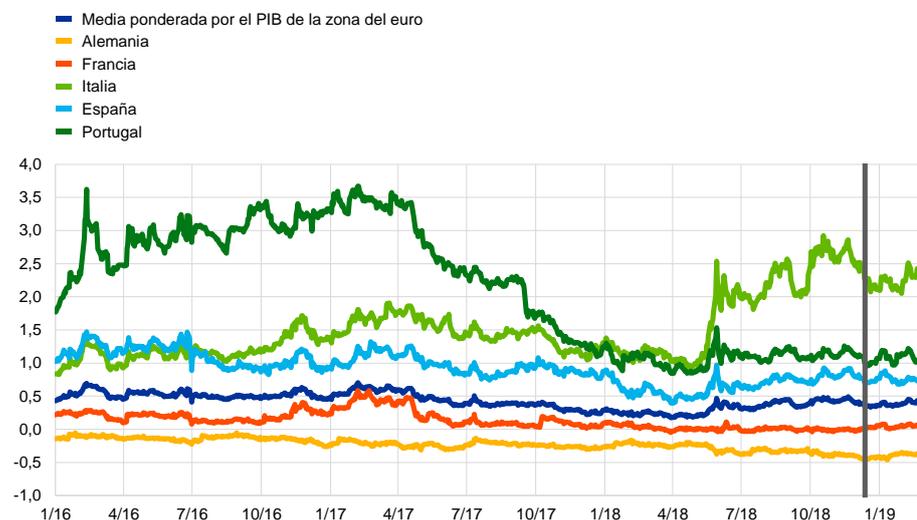
Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo swap del eonia libre de riesgo apenas variaron durante el período analizado.

Las condiciones en los mercados de deuda soberana se mantuvieron mayormente estables durante dicho período, a excepción del mercado italiano, en el que el diferencial a diez años siguió siendo volátil (aunque al final del período de referencia había recuperado 2,11 puntos porcentuales; véase gráfico 5). En consecuencia, el diferencial entre la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro y el tipo swap del eonia a diez años permaneció estable durante el período de referencia, situándose en 0,36 puntos porcentuales el 6 de marzo.

Gráfico 5

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

(puntos porcentuales por año)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de diciembre de 2018). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2019.

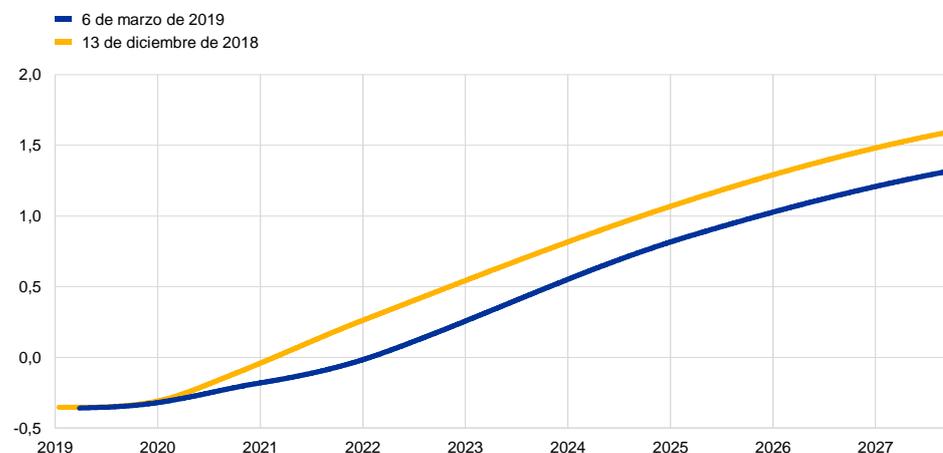
El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en $-0,37\%$ durante el período considerado. El exceso de liquidez se mantuvo prácticamente sin variación en unos 1.890 mm de euros. Para más información sobre la evolución de la situación de liquidez, véase el recuadro 2.

La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó ligeramente a la baja durante el período analizado. Actualmente, la curva se sitúa por debajo de cero en todos los horizontes anteriores a 2022, lo que refleja las expectativas de los mercados de que los tipos de interés se mantendrán en niveles negativos durante un período prolongado (véase gráfico 6).

Gráfico 6

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

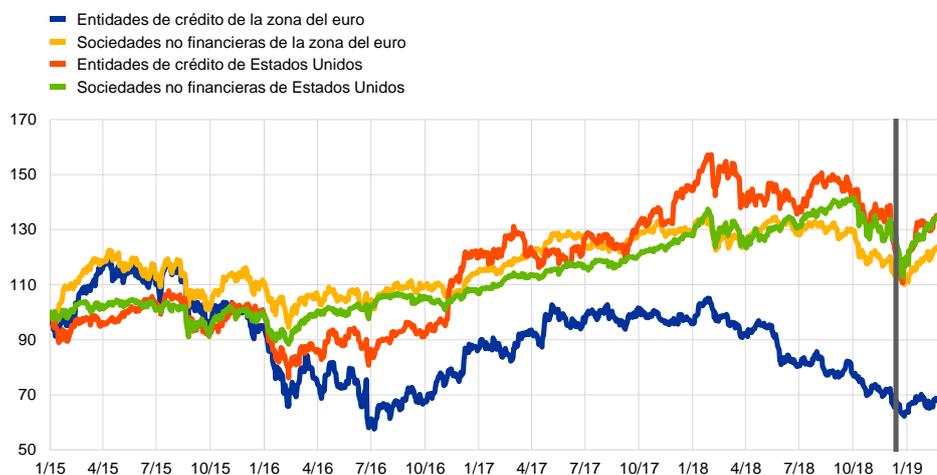
Los índices bursátiles amplios de la zona del euro se incrementaron durante el período de referencia, en un entorno de mejora general en la percepción de los riesgos. Las cotizaciones del sector bancario y de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron aproximadamente un 7 % durante ese período

(observándose aumentos similares en Estados Unidos), lo que revirtió una proporción importante de las caídas que se produjeron en el cuarto trimestre de 2018 (véase gráfico 7). La recuperación de las cotizaciones reflejó una mayor sensación de optimismo en relación con las perspectivas del comercio mundial y se vio reforzada por las comunicaciones de la Reserva Federal, que fueron interpretadas por los mercados como una señal de que prevé ralentizar el ritmo de endurecimiento de la política monetaria. Al mismo tiempo, las expectativas de beneficios empresariales, tanto a corto como a largo plazo, se revisaron a la baja durante el período considerado, lo que refleja la percepción de deterioro de las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro.

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 (13 de diciembre de 2018). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2019.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro descendieron durante el período analizado, lo que en gran medida reflejó la mejora en la percepción de los riesgos. Desde diciembre, el diferencial entre el rendimiento de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y el tipo libre de riesgo ha disminuido unos 14 puntos básicos, situándose en 78 puntos básicos (véase gráfico 8). Los rendimientos de la deuda del sector financiero también han experimentado un descenso, con una caída del diferencial de alrededor de 18 puntos básicos. Pese a estos retrocesos recientes, ambos diferenciales se mantienen por encima de los niveles observados hace un año.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

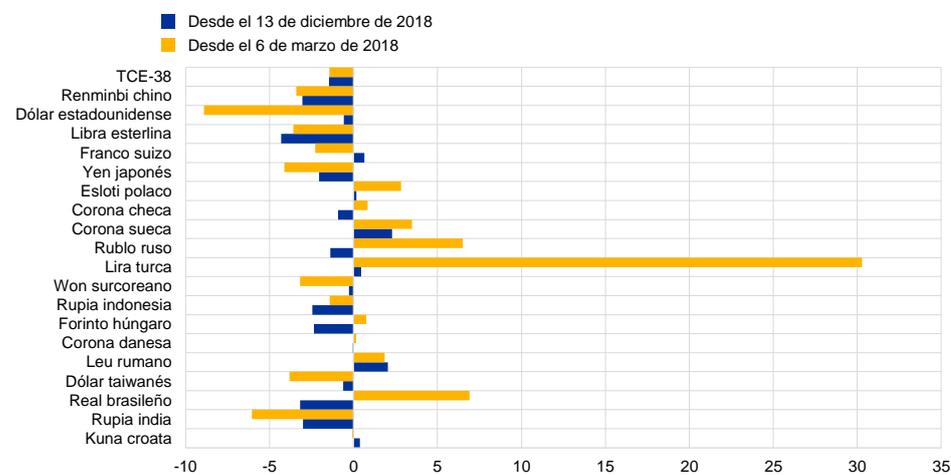
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de diciembre de 2018). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2019.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció, en términos generales, durante el período analizado (véase gráfico 9). El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 1,2 % durante ese período. En términos bilaterales, el euro se debilitó frente a la mayoría de las monedas. En particular, la moneda única se depreció ligeramente frente al dólar estadounidense (0,6 %), y perdió valor frente a gran parte de las otras monedas importantes, como la libra esterlina (4,3 %), el yen japonés (2,1 %) y el renminbi chino (3,1 %). Asimismo, el euro se depreció frente a las monedas de la mayor parte de las economías emergentes, mientras que se apreció frente a las de la mayoría de los 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 6 de marzo de 2019.

3 Actividad económica

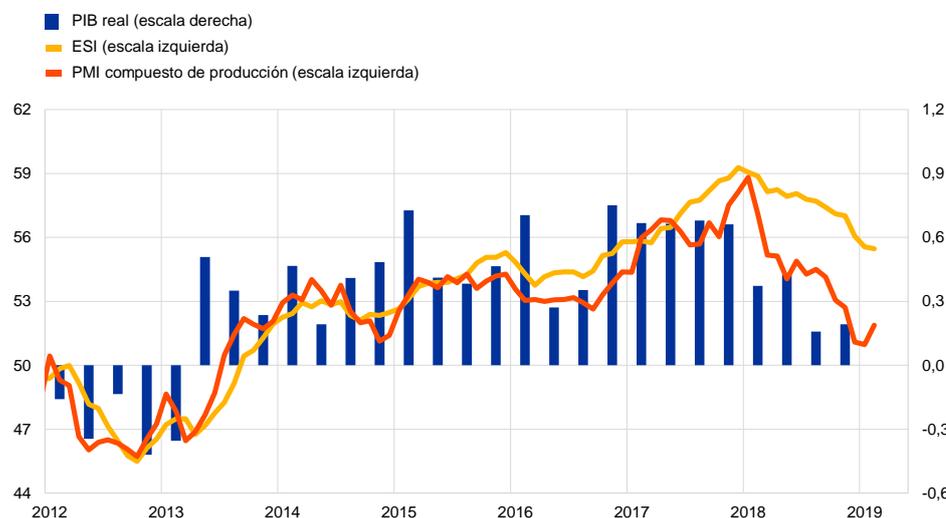
En el cuarto trimestre de 2018, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se mantuvo contenido y se situó en el 0,2 %, en tasa intertrimestral, debido a la contracción del sector industrial. La información más reciente sugiere que el crecimiento seguirá avanzando a tasas moderadas en el corto plazo. De cara al futuro, se espera que la expansión de la zona del euro continúe, respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por nuevas mejoras del empleo y de los salarios, y por el sostenido, aunque algo más lento, crecimiento de la actividad mundial. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,1 % en 2019, el 1,6 % en 2020 y el 1,5 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja, de forma significativa para 2019 y leve para 2020.

La zona del euro continuó creciendo a un ritmo lento en el cuarto trimestre de 2018. Aunque el crecimiento fue débil, debido principalmente a la contracción del sector industrial, en general mantuvo su capacidad de resistencia. El PIB real experimentó un avance intertrimestral del 0,2 % en el cuarto trimestre del año, ligeramente superior al observado en el trimestre anterior (véase gráfico 10). La moderación del crecimiento en el cuarto trimestre fue consecuencia de una acusada contracción del sector industrial, al tiempo que los servicios siguieron mostrando una evolución más vigorosa. La demanda interna y la demanda exterior neta contribuyeron positivamente al crecimiento y se incrementaron un 0,4 % y un 0,2 %, respectivamente, mientras que la variación de existencias tuvo un efecto moderador y su aportación se redujo un 0,4 %. En conjunto, el avance del producto en el cuarto trimestre se tradujo en un aumento anual del PIB del 1,8 % en 2018, frente al 2,4 % registrado el año anterior.

Gráfico 10

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

(tasas de crecimiento intertrimestral; índice de difusión)



Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.

Notas: El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI). Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2018 para el PIB real y a febrero de 2019 para el ESI y el PMI.

El empleo siguió aumentando —un 0,3 % en tasa intertrimestral— en el cuarto trimestre de 2018 (véase gráfico 11).

En la mayoría de los países de la zona del euro se observó un incremento del empleo, que fue generalizado en los distintos sectores. En la actualidad, el nivel de empleo se sitúa casi un 3 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. Si se tiene en cuenta el último incremento, el empleo en la zona del euro ha aumentado, en términos acumulados, en más de 10 millones de personas con respecto al mínimo registrado en el segundo trimestre de 2013. El avance continuado del empleo, junto con el menor crecimiento del PIB en 2018, se ha traducido en una moderación del crecimiento de la productividad, tras el ligero repunte observado en 2017. Empíricamente, los ajustes del empleo suelen ir a la zaga de las caídas del producto. Esto se debe, entre otras razones, a que los contratos de trabajo a largo plazo no pueden ajustarse de forma inmediata cuando las empresas afrontan una desaceleración de la demanda.

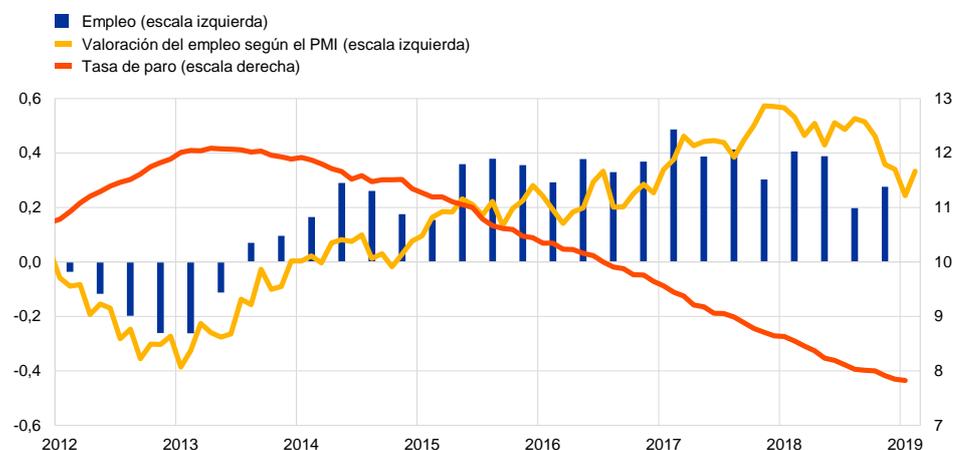
Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo publicados recientemente siguen señalando un crecimiento positivo, aunque cada vez más moderado, del empleo en el primer trimestre de 2019.

La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,8 % en enero de 2019, sin variación con respecto a diciembre de 2018, y se mantiene en el nivel más bajo observado desde octubre de 2008. Los indicadores de opinión apuntan a una nueva ralentización del avance del empleo en el primer trimestre de 2019.

Gráfico 11

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice de directores de compras (PMI) está expresado como una desviación de 50 dividida entre 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2018 para el empleo, a febrero de 2019 para el PMI y a enero de 2019 para la tasa de paro.

El crecimiento del consumo privado aumentó en el cuarto trimestre de 2018, y se espera que vuelva a cobrar impulso en los próximos trimestres, a medida que vayan desapareciendo los efectos moderadores de carácter transitorio, en un entorno de fortalecimiento continuado de las rentas del trabajo de los hogares.

En el cuarto trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento algo más débil en el tercer trimestre. La debilidad del gasto de los hogares reflejó, en parte, la existencia de cuellos de botella temporales en el sector de la automoción, que afectó al consumo de bienes duraderos, y el efecto negativo de las subidas de los precios de la energía sobre el poder adquisitivo de los hogares. Entre el cuarto trimestre de 2017 y el tercer trimestre de 2018, el precio del crudo (en euros) se incrementó e incidió negativamente en el crecimiento del consumo, en particular, en el de bienes no duraderos, es decir, los alimentos y la energía. Posteriormente, el precio del petróleo experimentó una fuerte caída (antes de recuperarse ligeramente en los dos últimos meses), lo que debería favorecer el consumo de bienes no duraderos a corto plazo. Además, el crecimiento del empleo se fortaleció en el cuarto trimestre de 2018, en un entorno de fuertes subidas salariales. Esto implica un incremento sostenido de la renta real disponible de los hogares y respalda la confianza de los consumidores y el gasto. Asimismo, el patrimonio neto de los hogares aumentó a un ritmo acusado en el tercer trimestre de 2018, al tiempo que las condiciones de financiación continúan siendo muy favorables.

Los indicadores más recientes también sugieren un cierto fortalecimiento del dinamismo del consumo privado a lo largo de este año.

Los datos recientes sobre las ventas del comercio minorista y las matriculaciones de automóviles indican un crecimiento moderado —pero sostenido— del gasto en consumo. El volumen de ventas del comercio minorista se incrementó un 1,4 % en enero de 2019, tras experimentar una caída en el trimestre anterior. Por lo tanto, las ventas se situaron un 1,5 % por encima del nivel medio del cuarto trimestre de 2018. El indicador de

matriculaciones de automóviles registró su cuarta subida consecutiva en enero de 2019, elevándose un 4,8 % en términos intermensuales. Esta evolución confirma expectativas anteriores de normalización de las matriculaciones, tras la volatilidad provocada por la introducción, el 1 de septiembre de 2018, del nuevo procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial (WLTP, por sus siglas en inglés). Además, la confianza de los consumidores aumentó por segundo mes consecutivo en febrero, interrumpiendo la tendencia a la baja observada durante la mayor parte de 2018. Esta última mejora refleja la opinión más favorable de los hogares sobre su situación financiera pasada y futura, así como las expectativas relacionadas con la situación económica general y el desempleo. La confianza de los consumidores se mantiene por encima de su nivel medio histórico y es coherente con un crecimiento continuado y sostenido del consumo privado.

También se espera que la recuperación en curso de los mercados de la vivienda continúe, aunque a un ritmo más lento que en 2018. La inversión residencial se incrementó un 0,6 % en el cuarto trimestre de 2018, lo que refleja la continuación de la recuperación en muchos países de la zona del euro y en la zona en su conjunto. Aunque en 2018 el crecimiento fue más lento que el vigoroso avance observado en 2017, se mantiene en niveles sólidos y robustos. En línea con esta evolución, 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 aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2018, recuperándose con respecto al -0,8 % registrado en el tercer trimestre. Los indicadores de confianza de la construcción de la Comisión Europea correspondientes a los últimos meses apuntan a un dinamismo positivo, aunque más débil, en el cuarto trimestre de 2018 y a principios de 2019. El índice de directores de compras (PMI) de actividad en el sector de la vivienda se situó, en promedio, en 52 en el último trimestre de 2018, pero descendió hasta un valor de 50,6 en enero de 2019. Con todo, tanto los PMI como los indicadores de confianza de la Comisión Europea permanecen claramente por encima de sus medias de largo plazo.

Parece que la inversión empresarial en la zona del euro perdió algo de impulso en la segunda mitad de 2018, pero las variables fundamentales siguen siendo favorables. Los datos nacionales disponibles sobre algunos de los países más grandes de la zona del euro apuntan, en general, a una desaceleración del crecimiento de la inversión empresarial en el cuarto trimestre de 2018. Esta ralentización refleja, en parte, el aumento de la incertidumbre en torno a las políticas y de la volatilidad financiera en algunos países de la zona. La persistente preocupación sobre la evolución del comercio mundial, la posibilidad de un Brexit sin acuerdo y las debilidades de la economía china también parecen haber influido negativamente en la confianza de las empresas. El análisis de las carteras de pedidos exteriores y las expectativas de producción del sector de bienes de equipo continuaron empeorando en enero y febrero de 2019. Sin embargo, las variables fundamentales siguen siendo propicias para la inversión empresarial. En primer lugar, la utilización de la capacidad productiva se mantiene muy por encima de su media de largo plazo, y un elevado porcentaje de las empresas manufactureras menciona la falta de bienes de equipo como un factor que limita la producción. En segundo lugar, las medidas de política monetaria del BCE continúan propiciando

unas condiciones de financiación favorables y el acceso a la financiación de las empresas de la zona del euro. En tercer lugar, durante la reciente fase de recuperación, las empresas también han utilizado sus beneficios para acumular un exceso de liquidez considerable.

El comercio de bienes de la zona del euro siguió registrando un ritmo de crecimiento débil a finales de 2018 y se espera que continúe disminuyendo a corto plazo.

Según los datos de contabilidad nacional más recientes, las exportaciones totales de la zona del euro aumentaron un 0,9 % en el último trimestre, mientras que las importaciones crecieron un 0,5 % en tasa intertrimestral. Los últimos datos mensuales sobre el comercio de bienes confirman una evolución desfavorable del comercio total de la zona del euro en el cuarto trimestre, principalmente como consecuencia del comercio entre los países de la zona. En diciembre de 2018, las exportaciones nominales de la zona del euro se redujeron un 0,5 %, en tasa intermensual, y las exportaciones dentro de la zona cayeron aún más (un 0,9 %). Las importaciones nominales de la zona experimentaron un ligero incremento intermensual del 0,4 %. Factores transitorios, como la nueva normativa sobre pruebas de emisiones de vehículos, lastraron las exportaciones. Sin embargo, se observa una disminución generalizada en todas las categorías de productos. La debilidad de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en los últimos meses de 2018 sigue debiéndose al Reino Unido, a Turquía y a China. De cara al futuro, los indicadores adelantados apuntan a un nuevo descenso de las exportaciones fuera de la zona del euro en los próximos meses. En febrero de 2019, el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero recibidos de países que no forman parte de la zona del euro se situó en el nivel más bajo registrado desde noviembre de 2012 (46,4), y las conclusiones del análisis de la Comisión Europea fueron más negativas que en enero.

Los resultados de las últimas encuestas han seguido siendo decepcionantes y sugieren una moderación del crecimiento de la zona del euro en el corto plazo.

El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea prácticamente no varió en febrero y se mantuvo por encima de su media de largo plazo. En lo que llevamos de año, la media de este indicador se sitúa en 106,2, por debajo del valor medio de 108,8 registrado en el último trimestre de 2018. Aunque el indicador relativo a la industria y a la construcción descendió, este descenso se vio ampliamente compensado por el clima positivo en los servicios, el sector minorista y los hogares. El PMI compuesto de producción aumentó ligeramente en febrero, pero la media de los dos primeros meses de 2019 se situó por debajo de la del trimestre anterior (51,4, frente a 52,3).

Pese a la actual ralentización, se espera que la expansión generalizada de la economía recobre impulso a medio plazo y continúe en los próximos meses.

La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE sigue fortaleciendo la demanda interna. El crecimiento sostenido del empleo y de los salarios debería mantener el consumo privado en niveles elevados. Asimismo, la inversión empresarial se sustenta en el buen tono de la demanda interna, las favorables condiciones de financiación y la mejora de los balances, y la inversión residencial mantiene su solidez.

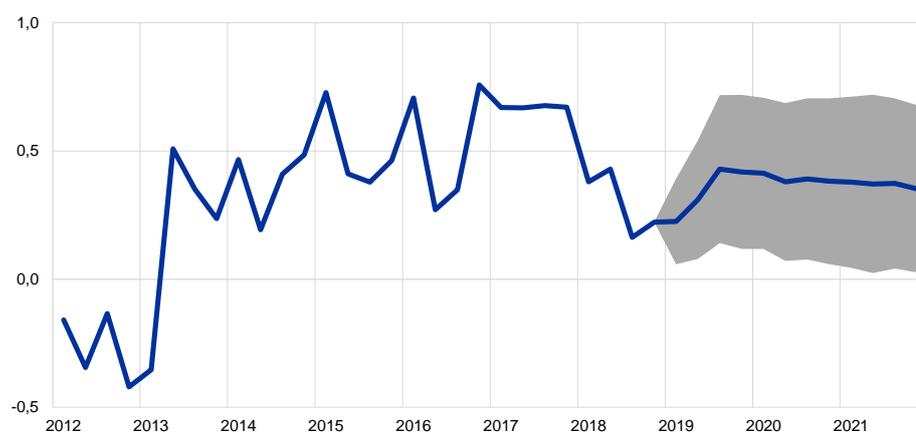
Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,1 % en 2019, el 1,6 % en 2020 y el 1,5 % en 2021 (véase gráfico 12).

En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja, de manera significativa para 2019 y leve para 2020. Los riesgos para las perspectivas de la zona del euro siguen apuntando a la baja.

Gráfico 12

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 BCE para la zona del euro, marzo de 2019», publicado en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2019.

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

4 Precios y costes

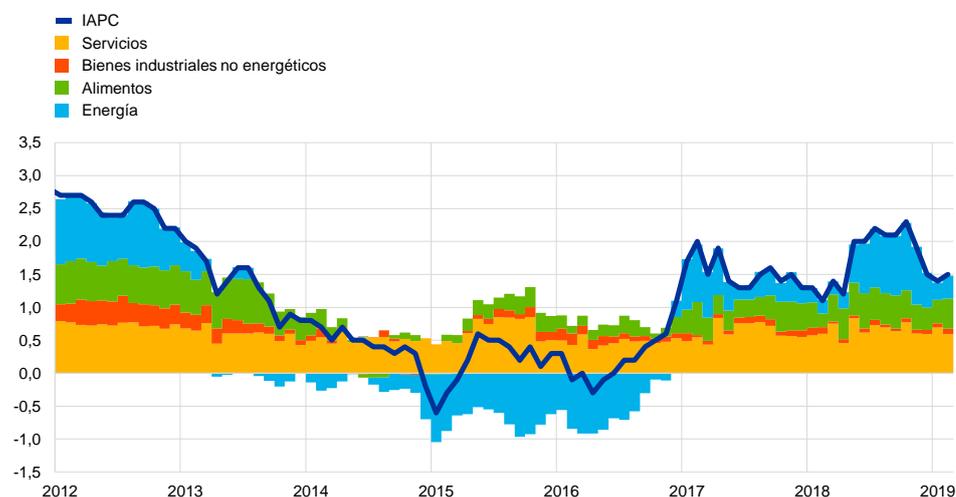
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1,5 % en febrero de 2019, desde el 1,4 % registrado en enero. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron relativamente estables, las presiones de costes de origen interno se intensificaron y se ampliaron, en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente se incremente gradualmente a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica y por el mayor crecimiento de los salarios. Esta valoración se refleja también, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1,5 % en 2020 y el 1,6 % en 2021; estas previsiones se han revisado a la baja para todo el horizonte de proyección, debido, en particular, a las perspectivas más moderadas de crecimiento a corto plazo. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,2 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021.

La inflación general aumentó en febrero por el mayor ascenso de los precios en las categorías más volátiles. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1,5 % en febrero de 2019, desde el 1,4 % registrado en enero (véase gráfico 13), lo que reflejó el incremento de las tasas de inflación de las categorías más volátiles —la energía y los alimentos—, mientras que la inflación medida por el IAPC, excluidos estos dos componentes, se redujo. La subida de la tasa de variación de los precios de la energía se debió a efectos de comparación al alza y a un avance moderado de los precios del petróleo (en euros). Al analizar los datos del IAPC desde enero de 2019, es preciso tener en cuenta la introducción de dos cambios metodológicos que implican revisiones de los datos históricos (véanse el recuadro 4, titulado «Nuevas características del Índice Armonizado de Precios de Consumo: grupos de análisis, datos de escáner y *web-scraping*», y el recuadro 5, titulado «Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC»).

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2019 (estimaciones de avance). Las tasas de crecimiento correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro 5 de este Boletín Económico del BCE).

Los indicadores de la inflación subyacente mantuvieron su relativa estabilidad reciente después de aumentar desde los mínimos registrados anteriormente.

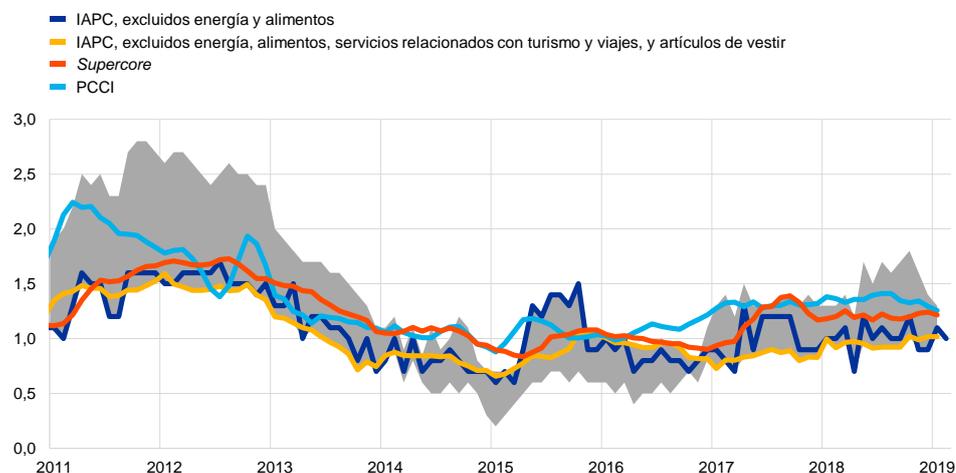
La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1 % en febrero, frente al 1,1 % de enero. Por tanto, continuó fluctuando en torno a la tasa del 1 % que alcanzó tras incrementarse desde el mínimo observado a mediados de 2016. El descenso de febrero reflejó una disminución de la tasa de variación de los precios de los servicios —del 1,6 % al 1,3 %—, mientras que la tasa de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos permaneció inalterada en el 0,3 %. Otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)¹, que solo están disponibles para el período transcurrido hasta enero, señalaron también que persistirá la estabilidad general observada en los últimos meses (véase gráfico 14). No obstante, tanto las medidas estadísticas como las basadas en modelos se mantuvieron por encima de sus respectivos mínimos de 2016. De cara al futuro, se espera que los indicadores de la inflación subyacente se incrementen de forma gradual, impulsados por un nuevo fortalecimiento del crecimiento de los salarios y por el repunte observado en la tasa de variación de los precios de producción internos.

¹ Para más información sobre estas medidas de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «*Measures of underlying inflation for the euro area*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

Gráfico 14

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2019 (estimación de avance) para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a enero de 2019 para el resto de los indicadores. El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media truncada al 10 %; la media truncada al 30 %, y la mediana ponderada del IAPC. Las tasas de crecimiento del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro 5 de este Boletín Económico del BCE).

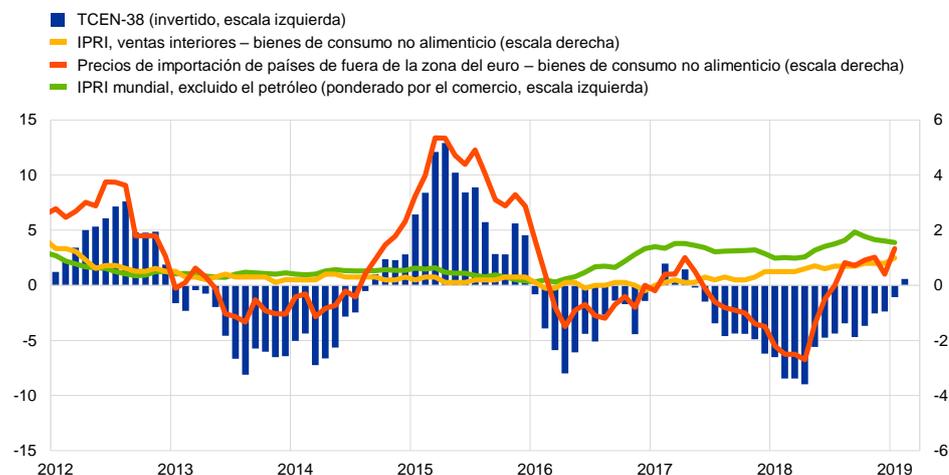
Las presiones inflacionistas sobre los bienes industriales no energéticos crecieron en las fases posteriores del proceso de formación de precios, mientras que en las primeras fases se observaron señales dispares.

En las fases muy iniciales, las presiones inflacionistas latentes aumentaron, dado que las tasas de variación interanual de los precios del petróleo y de los precios de las materias primas industriales (en euros) registraron una notable subida en febrero. En cambio, la inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial volvió a disminuir ligeramente en enero. Las débiles presiones inflacionistas anteriores en las primeras fases han afectado a las tasas de variación de los precios de importación y de los precios de producción de los bienes intermedios, que han seguido descendiendo desde agosto del año pasado. En las fases posteriores, la tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se incrementó hasta situarse en el 1,3 % en enero, desde el 0,4 % (cifra revisada a la baja) de diciembre. Asimismo, la tasa de variación de los precios de producción internos de estos bienes aumentó hasta el 1 % en enero de 2019, después de registrar un crecimiento interanual estable —del 0,8 %— en los tres meses anteriores, y se mantuvo por encima de su media de largo plazo (véase gráfico 15). En conjunto, las presiones sobre los precios de los bienes de consumo permanecieron generalmente estables en las fases posteriores del proceso de formación de precios, pero es posible que quede por transmitirse la ligera debilidad observada en las primeras fases.

Gráfico 15

Precios industriales y de importación

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2019 para el TCEN-38 y a enero de 2019 para el IPRI de ventas interiores, los precios de importación y el IPRI mundial. «TCEN-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. El IPRI (índice de precios industriales) mide la evolución mensual de los precios de venta a salida de fábrica.

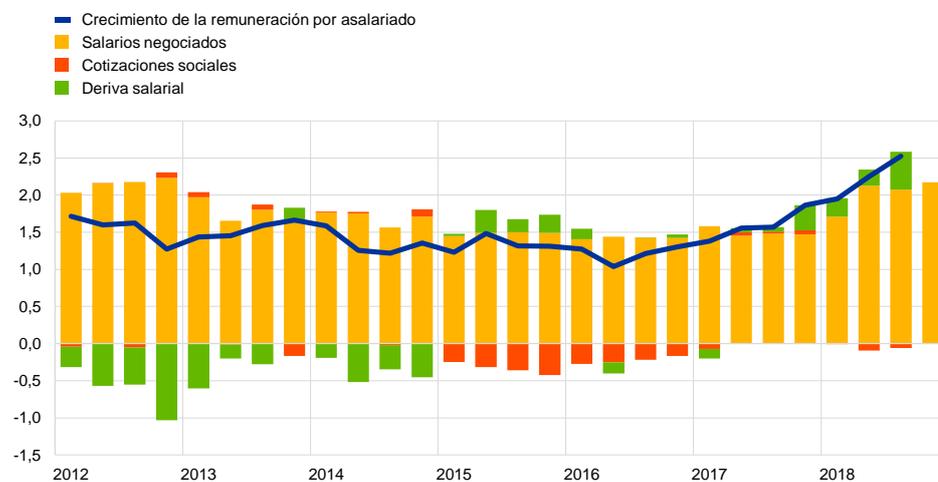
La evolución reciente del crecimiento de los salarios señala una tendencia continuada al alza y corrobora la percepción de una acumulación gradual de presiones internas de costes.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó, hasta situarse en el 2,5 % en el tercer trimestre de 2018, frente al 2,2 % del segundo trimestre del mismo año. El crecimiento de los salarios negociados fue del 2,2 % en el cuarto trimestre de 2018, frente al 2,1 % observado en el tercer trimestre (véase gráfico 16). En líneas más generales, los indicadores del crecimiento salarial se sitúan ahora en niveles visiblemente más elevados que en la primera mitad de 2016. Esta evolución está en consonancia con las crecientes tensiones en los mercados de trabajo. Mientras que la primera fase del fortalecimiento del crecimiento de la remuneración por asalariado estuvo determinada, principalmente, por la deriva salarial, la mayor parte del impulso observado en los últimos trimestres se debió al aumento de la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados, que reforzó la confianza en las perspectivas positivas de crecimiento salarial.

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 tercer trimestre de 2018 para la remuneración por asalariado y al cuarto trimestre de 2018 para el crecimiento de los salarios negociados.

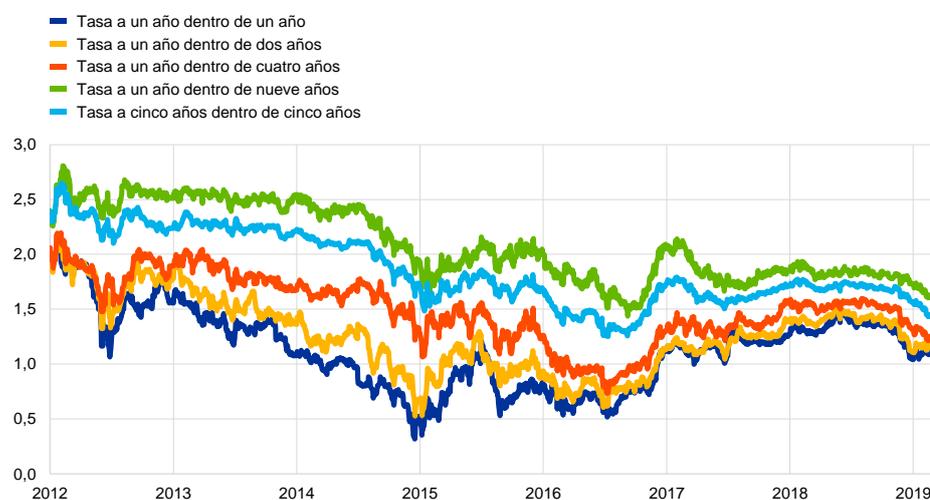
Los indicadores de mercado y de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo han registrado un ligero descenso.

El 6 de marzo de 2019, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,51 %, 13 puntos básicos por debajo del nivel observado a mediados de diciembre (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, con un retorno gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 %. La probabilidad neutral al riesgo, implícita en los mercados de opciones de inflación, de que la inflación media sea negativa en los cinco próximos años 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 primer trimestre de 2019, las expectativas de inflación a largo plazo se situaron en el 1,8 %, ligeramente por debajo del 1,9 % con respecto a la encuesta anterior.

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 6 de marzo de 2019.

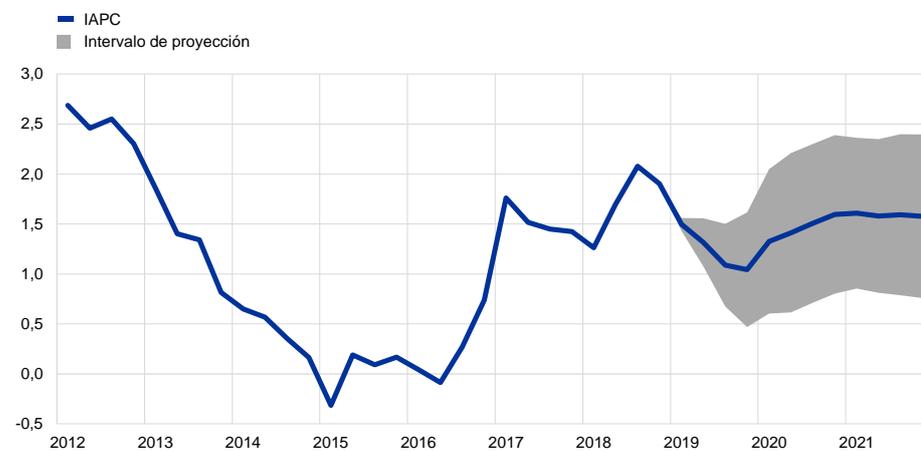
Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2019, la inflación subyacente aumentará gradualmente durante el horizonte de proyección.

Sobre la base de la información disponible a mediados de febrero, estas proyecciones sitúan la inflación media medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1,5 % en 2020 y el 1,6 % en 2021, frente al 1,6 %, el 1,7 % y el 1,8 %, respectivamente, que se preveían en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018 (véase gráfico 18). Este patrón refleja un descenso acusado de la inflación medida por el IAPC en 2019, que se debe principalmente a la fuerte caída experimentada por los precios del petróleo a finales de 2018 y a los efectos de comparación a la baja relacionados con su anterior subida en 2018. De cara al futuro, se espera que los precios del componente energético del IAPC crezcan a tasas reducidas en consonancia con el perfil relativamente plano de la curva de los futuros sobre el precio del petróleo. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, seguirá una senda ascendente progresiva, respaldada por la recuperación económica más gradual —pero continuada— y por el tensionamiento de los mercados de trabajo. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance del 1,2 % en 2019 al 1,4 % en 2020 y al 1,6 % en 2021, lo que representa una revisión a la baja de 0,2 puntos porcentuales en cada año del horizonte de proyección.

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 BCE para la zona del euro, marzo de 2019](#)», publicado en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2019.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2018 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2021 (proyecciones). Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «[New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)», BCE, diciembre de 2009. La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones fue el 21 de febrero de 2019, fecha anterior a la revisión de los datos históricos del IAPC como consecuencia de los cambios metodológicos.

5 Dinero y crédito

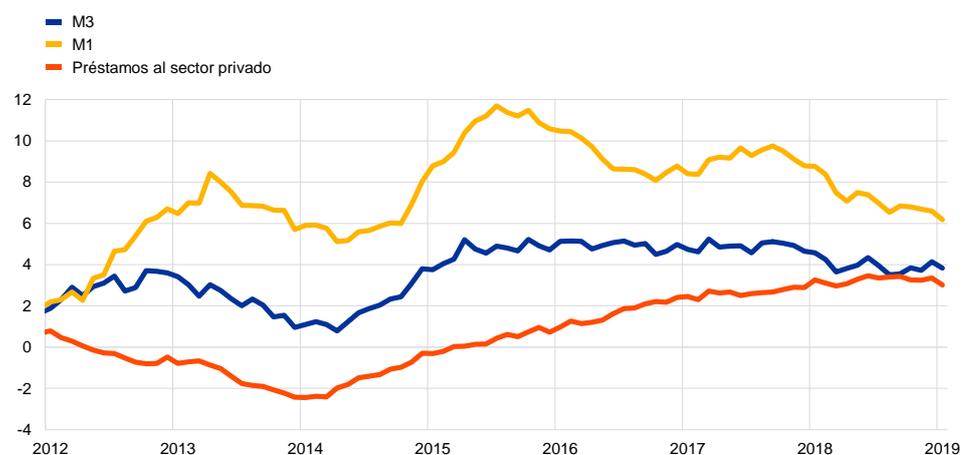
La expansión monetaria y el crecimiento del crédito se moderaron en enero de 2019. El crecimiento del agregado monetario amplio ha mostrado una gran capacidad de resistencia frente a la eliminación gradual de las adquisiciones netas mensuales realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). Al mismo tiempo, las condiciones de financiación y del crédito de los bancos continuaron siendo favorables. Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se redujeron significativamente en el cuarto trimestre de 2018, en un contexto de deterioro continuo y progresivo de las condiciones del mercado de renta fija que comenzó a finales de 2017.

El crecimiento del agregado monetario amplio se moderó en enero, y sus tasas siguieron situándose en torno al nivel observado desde marzo de 2018.

La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 3,8 % en enero de 2019, desde el 4,1 % registrado en diciembre de 2018 (véase gráfico 19). Esta evolución muestra la capacidad de resistencia del crecimiento de M3, teniendo en cuenta la menor contribución automática de las compras realizadas en el marco del APP. El avance de M3 ha disminuido desde finales de 2017, coincidiendo con la eliminación gradual de las compras netas de activos. A su vez, esto implica que el impacto positivo del APP sobre el crecimiento del agregado monetario amplio fue menor. El agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, volvió a contribuir significativamente al avance de M3, pese a haber descendido hasta el 6,2 % en enero. La expansión monetaria siguió recibiendo el respaldo del crecimiento económico sostenido y del bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy bajos.

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 enero de 2019.

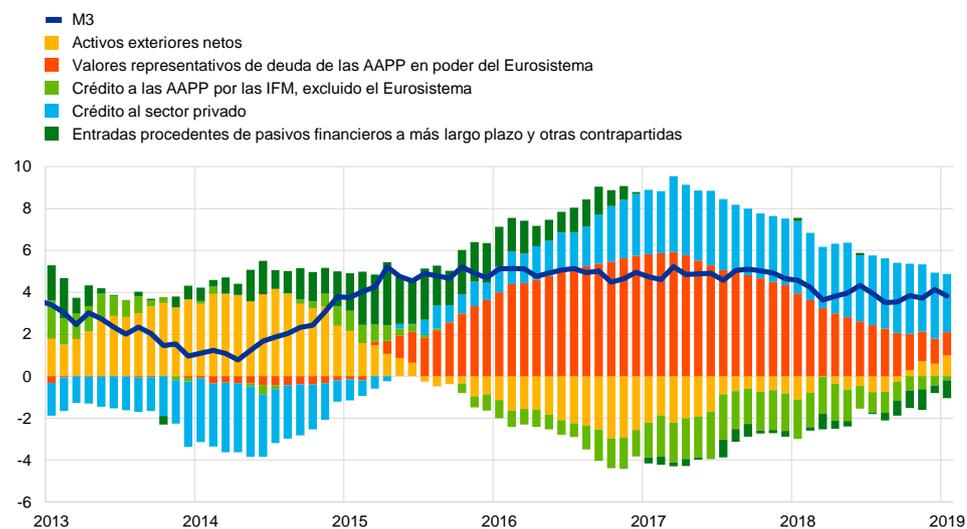
Los depósitos a la vista volvieron a ser el componente que más contribuyó al crecimiento de M3. La tasa de crecimiento interanual de estos depósitos disminuyó, hasta situarse en el 6,4 % en enero, como consecuencia de la moderación de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras, mientras que la de los hogares se mantuvo estable. Asimismo, el crecimiento sostenido del efectivo en circulación indica que no se está produciendo una sustitución a gran escala del efectivo por depósitos en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos en la zona del euro en su conjunto. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) siguieron contribuyendo negativamente al avance de M3, pese a la estabilización del diferencial de tipos entre los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos a la vista desde finales de 2017. Los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), que actualmente crecen a un ritmo lento debido a la reducida remuneración de estos instrumentos, tuvieron un impacto global neutral sobre el crecimiento de M3.

El crédito al sector privado siguió siendo la contrapartida que más impulsó el crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 20). La aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema continuó disminuyendo (véanse las partes de color rojo de las barras del gráfico 20), en el contexto de la citada eliminación gradual de las compras netas mensuales del APP. Esta disminución se vio compensada, en gran medida, por un aumento moderado de la contribución del crédito al sector privado desde finales de 2017 (véanse las partes de color azul de las barras del gráfico 20). Aunque el crédito al sector privado siguió siendo la principal fuente de creación de dinero, la menor aportación del APP ha sido sustituida recientemente por flujos monetarios externos (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 20) y por crédito a las Administraciones Públicas (véanse las partes de color verde claro de las barras del gráfico 20). La creciente contribución de los activos exteriores netos refleja, en parte, la preferencia de los inversores por activos de la zona del euro en el contexto de una mayor aversión al riesgo vinculada al aumento de la incertidumbre. Además, las adquisiciones de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas efectuadas por los bancos comerciales han dotado de una estabilidad cada vez mayor a M3 en los últimos meses. Esta evolución señala un cambio hacia fuentes de creación de dinero más autosostenidas.

Gráfico 20

M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

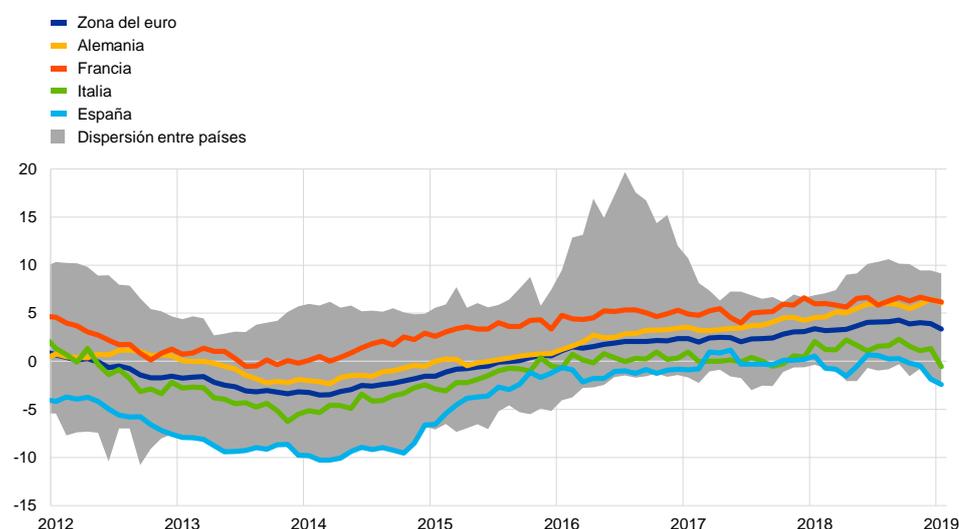
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado de la zona del euro, excluidas las IFM. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La última observación corresponde a enero de 2019.

El crecimiento del crédito se moderó en enero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) se redujo hasta el 3 % en enero de 2019, desde el 3,4 % registrado en diciembre de 2018 (véase gráfico 19). Esta disminución se debió a un descenso acusado de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras (el 3,3 % en enero, frente al 3,9 % en diciembre). El menor avance del crédito a empresas, que mostró una heterogeneidad considerable entre países, coincide con los patrones históricos y puede atribuirse a la desaceleración del PIB real desde principios de 2018 (véase gráfico 21). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares permaneció estable en el 3,2 % en enero, también en un contexto de notable disparidad entre países (véase gráfico 22). El crédito al sector privado siguió apoyándose en las condiciones de financiación favorables, el sólido crecimiento de la inversión empresarial, la mejora de los mercados de trabajo, la madurez de los mercados de la vivienda y el crecimiento de la inversión residencial y del consumo privado. 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 alto en algunos países.

Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual)



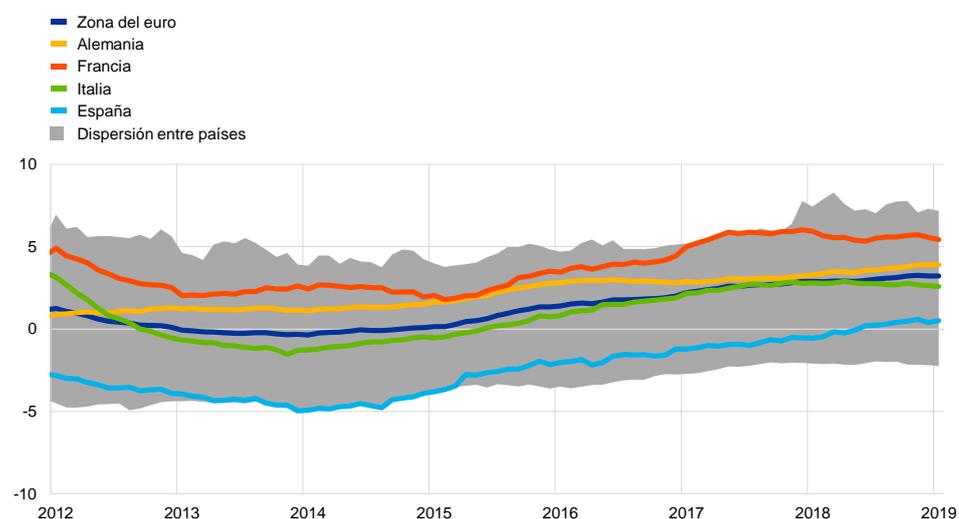
Fuente: BCE.

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

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a enero de 2019.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron siendo favorables en términos históricos.

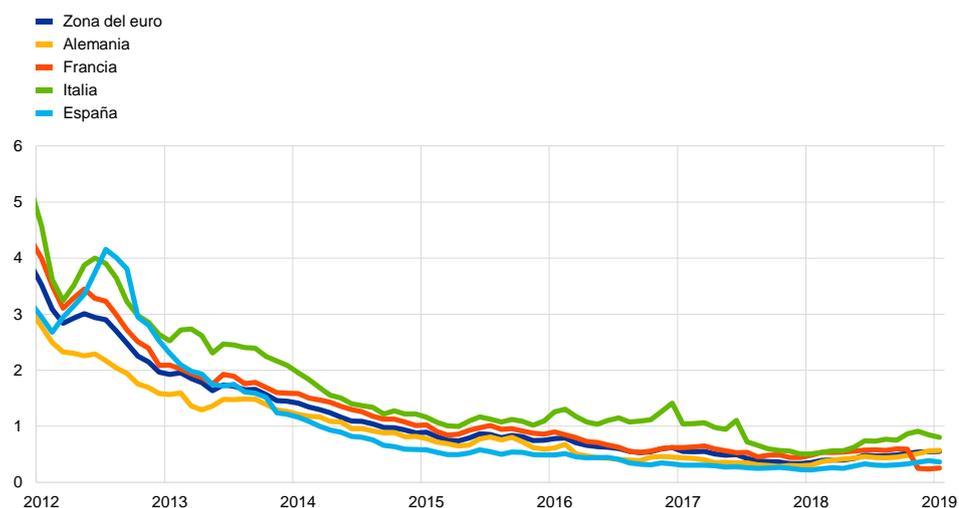
En enero, el coste sintético de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro mediante deuda permaneció estable, después de haber aumentado progresivamente desde principios de 2018 (véase gráfico 23). Esta evolución fue consecuencia de que la

rentabilidad de los bonos bancarios en la zona del euro en su conjunto no varió. La heterogeneidad entre países fue considerable, debido a la elevada incertidumbre política y al desigual acceso de las entidades de crédito a la financiación mayorista. Al mismo tiempo, el coste de la financiación mediante depósitos se mantuvo sin cambios. La incidencia del ascenso del coste de la financiación mediante la emisión de valores representativos de deuda sobre el coste sintético total de la financiación de las entidades de crédito ha sido bastante limitada, al tener este recurso una importancia escasa en relación con sus estructuras de financiación. Por tanto, en conjunto, las condiciones de financiación de las entidades de crédito siguieron siendo favorables y reflejaron la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, así como el fortalecimiento de los balances bancarios. Asimismo, la nueva serie de TLTRO contribuirá a asegurar que las condiciones del crédito bancario continúen siendo favorables en el futuro.

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 enero de 2019.

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

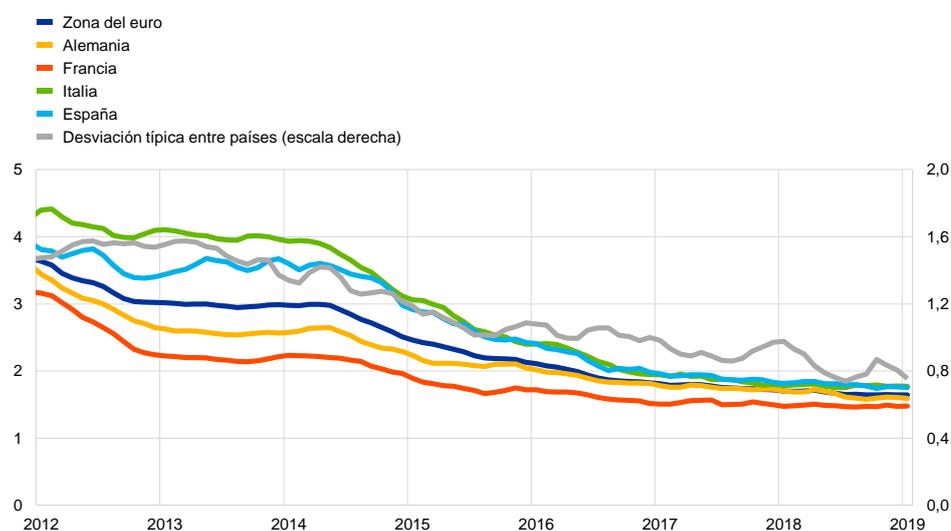
En enero de 2019, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 24) permaneció prácticamente estable en el 1,63 %, un nivel próximo al mínimo histórico del 1,62 % observado en mayo de 2018. En el mismo mes, el tipo de interés sintético de los préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo básicamente sin variación en el 1,82 %, una cota también cercana al mínimo histórico registrado en diciembre de 2016 (véase gráfico 25). Los tipos sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido significativamente y en mayor medida que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014, aunque ha persistido una considerable heterogeneidad entre países. Entre mayo de 2014

y enero de 2019, los tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares cayeron en torno a 130 y 110 puntos básicos, respectivamente. La reducción de los tipos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras y a las pequeñas empresas (suponiendo que los créditos de hasta 250.000 euros se otorgan, sobre todo, a pequeñas empresas) fue especialmente significativa en los países de la zona del euro más expuestos a la crisis financiera, lo que indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en toda la zona y en todos los tamaños de empresas.

Gráfico 24

Tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



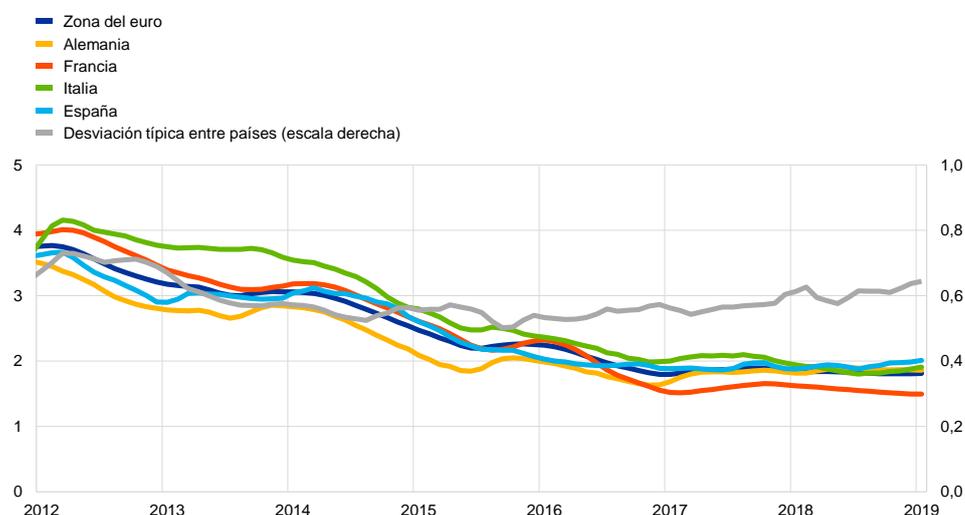
Fuente: BCE.

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

Gráfico 25

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

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

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se estabilizó en el cuarto trimestre de 2018. El crecimiento de los préstamos bancarios fue sólido,

respaldado por los todavía favorables criterios de aprobación y por una nueva disminución del coste relativo de la financiación bancaria. En cambio, las emisiones netas de valores fueron negativas durante el trimestre, como consecuencia de la moderación del crecimiento económico, de los valores más bajos de las fusiones y adquisiciones, así como del aumento del coste de la financiación de mercado y de la incertidumbre, entre otros factores. Con todo, la evolución es cada vez más heterogénea entre unos países y otros.

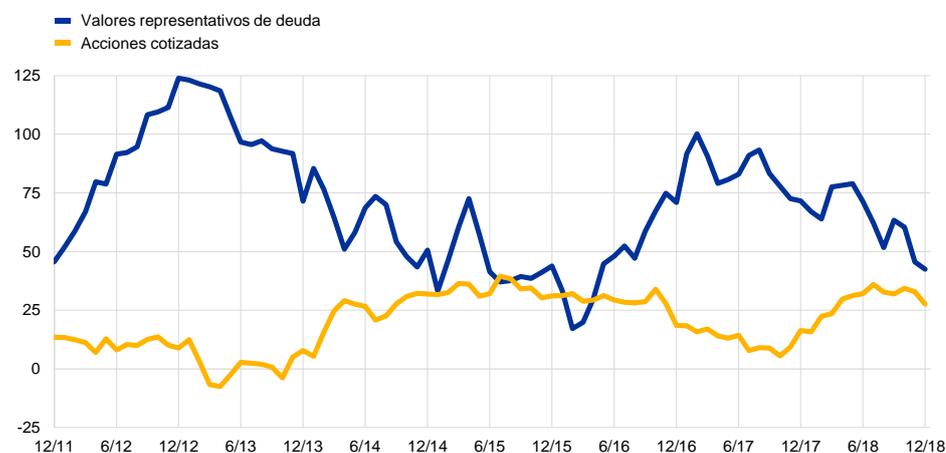
En el cuarto trimestre de 2018, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras fueron significativamente negativas, en un contexto de continuo incremento de su coste durante ese período. La debilidad observada en la actividad de emisiones netas en el último trimestre de 2018 puede atribuirse, en parte, al patrón estacional de la serie, pero, desde una perspectiva de medio plazo, los flujos interanuales de emisiones netas correspondientes a diciembre de 2018 alcanzaron el registro más bajo observado desde mayo de 2016 (véase gráfico 26) y son acordes con la tendencia descendente que comenzó a principios de 2017.

Los datos de mercado sugieren que las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de emisores con calificación de grado de inversión aumentaron en los primeros meses de 2019, pero continuaron siendo casi nulas en el segmento de alta rentabilidad. En el cuarto trimestre de 2018, las emisiones netas de acciones cotizadas fueron prácticamente nulas.

Gráfico 26

Emisiones netas de valores representativos de deuda y de acciones cotizadas por parte de sociedades no financieras de la zona del euro

(flujos interanuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Cifras mensuales basadas en un período móvil de doce meses. La última observación corresponde a diciembre de 2018.

En diciembre de 2018, el coste de financiación de las sociedades no financieras volvió a aumentar.

En diciembre, 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 4,8 %, frente al 4,7 % registrado en noviembre. El coste actual de la financiación externa se sitúa 57 puntos básicos por encima del mínimo histórico de agosto de 2016, pero se mantiene sustancialmente por debajo del nivel observado a mediados de 2014, cuando empezaron a surgir expectativas de mercado sobre la introducción del programa de compras de valores públicos.

6 Evolución de las finanzas públicas

La orientación ligeramente expansiva de las políticas fiscales en la zona del euro y el funcionamiento de los estabilizadores automáticos están sosteniendo la actividad económica. Al mismo tiempo, es necesario que los países con niveles elevados de deuda pública continúen reconstituyendo los colchones fiscales. Todos los países deberían seguir intensificando sus esfuerzos para lograr una composición más favorable al crecimiento de las finanzas públicas. Asimismo, la aplicación transparente y coherente del marco de gobernanza fiscal y económica de la Unión Europea a lo largo del tiempo y en los distintos países sigue siendo esencial para reforzar la capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro.

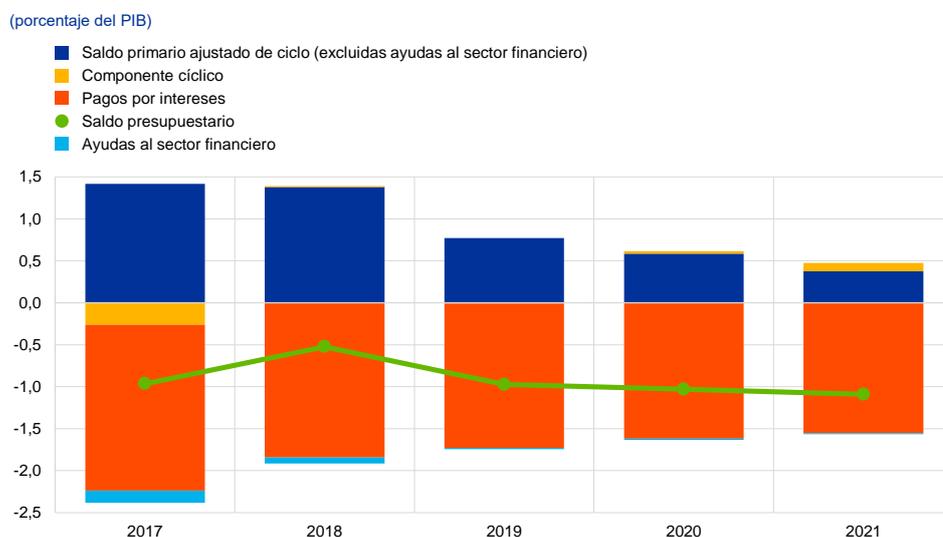
Tras la mejora registrada el año pasado, se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se deteriore en 2019 y se mantenga estable, en general, en los dos próximos años². A partir de datos incompletos correspondientes a 2018, se estima que la ratio de déficit de las Administraciones públicas de la zona del euro se situó en el 0,5 % del PIB, frente al 1 % observado en 2017. La caída registrada en 2018 fue resultado, principalmente, de las condiciones cíclicas favorables y de la disminución de los pagos por intereses. Es probable que esta mejora revierta este año, como consecuencia de una considerable reducción del saldo primario ajustado de ciclo. También se espera que el mayor déficit se mantenga durante los dos próximos años (véase gráfico 27).

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, las perspectivas relativas al déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro para los dos próximos años se han deteriorado. El aumento del déficit se debe, en parte, a la reducción del saldo primario derivada de la aplicación de unas políticas más expansivas de lo previsto anteriormente en varios de los países de mayor tamaño de la zona del euro. También es el resultado de una menor contribución del componente cíclico, dado que las perspectivas macroeconómicas se han revisado a la baja.

² Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2019», publicado en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2019.

Gráfico 27

Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2019.

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro fue neutral, en líneas generales, en 2018, pero se prevé que sea ligeramente expansiva a partir de 2019³. Este perfil está determinado, principalmente, por los recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales tanto en Alemania como en Francia, aunque también obedece a un crecimiento del gasto relativamente dinámico en varios países.

Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe disminuyendo a un ritmo más lento. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2019, la deuda agregada de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 86,8 % de 2017⁴ hasta el 81,1 % en 2021. La reducción proyectada de la deuda pública se sustenta tanto en el diferencial negativo tipo de interés-crecimiento⁵ como en los continuos superávits primarios (véase gráfico 28), si bien se espera que los ajustes déficit-deuda compensen algunos de estos efectos. Durante el horizonte de proyección, la ratio de deuda se reducirá, o aumentará —aunque con lentitud—, en todos los países de la zona del euro, pero seguirá superando considerablemente el valor de referencia del 60 % del PIB en algunos países. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2018, se espera que el descenso de la citada ratio sea más moderado durante todo el

³ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y en esta sección se mide como la variación de la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

⁴ Como las proyecciones suelen tener en cuenta las revisiones más recientes de los datos, podría haber diferencias con respecto a los datos validados más recientes de Eurostat.

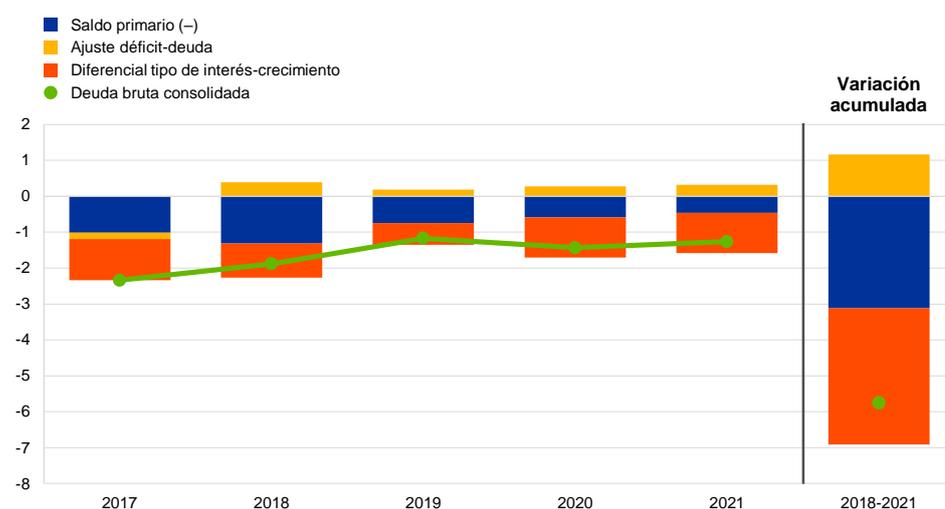
⁵ Para más información, véase el recuadro titulado «El diferencial tipo de interés-crecimiento y la evolución de la deuda pública», en este Boletín Económico.

horizonte considerado. Esto se debe, principalmente, al aumento del diferencial tipo de interés-crecimiento en 2019, como consecuencia de la revisión a la baja del crecimiento del PIB y de la disminución de los saldos primarios.

Gráfico 28

Factores determinantes de la variación de la deuda pública

(puntos porcentuales del PIB)



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

Es necesario que los países continúen aplicando políticas fiscales que cumplan íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Estas políticas pueden contemplar que los estabilizadores automáticos funcionen cuando sea necesario. Al mismo tiempo, los países con niveles de deuda pública elevados han de seguir reconstituyendo los colchones fiscales, y todos deberían continuar intensificando sus esfuerzos para lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento.

Recuadros

1 Características de la actual expansión en las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro: ¿hacia dónde vamos?

Alina Bobasu, Mariarosaria Comunale, Ramón Gómez-Salvador y Lucia Quaglietti

En este recuadro se examina la actual fase del ciclo económico en las principales economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro, con el fin de evaluar los factores que explican la transición hacia un crecimiento más débil⁶. Aunque el crecimiento en las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro se ha ido ralentizando, parece que las señales de una fuerte desaceleración o de recesión están contenidas en la coyuntura actual, y nuestro escenario base sigue siendo de desaceleración económica moderada.

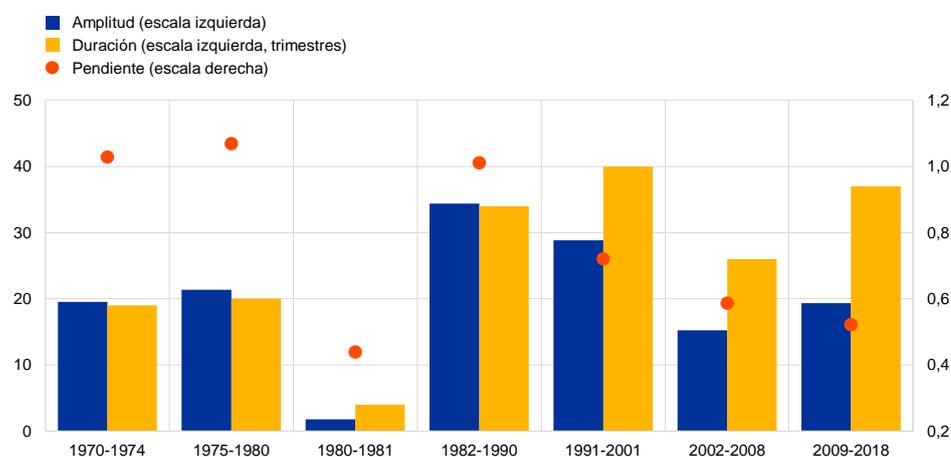
Desde una perspectiva histórica, la actual expansión en las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro está siendo relativamente inusual en términos de duración y de ritmo. Tras la crisis financiera mundial se inició la recuperación de la actividad en un contexto de brechas de producción muy acusadas. La expansión global ha entrado en su décimo año y va camino de convertirse en la más prolongada desde que se tiene registro. Desde una perspectiva histórica, también ha sido relativamente suave, con un crecimiento acumulado del PIB inferior al 20 % desde 2009, muy por debajo de los niveles observados en anteriores expansiones (véase gráfico A). La falta de dinamismo de la recuperación podría ser acorde con la idea de que el crecimiento potencial cayó en la pasada década.

⁶ El análisis se basa en los siguientes países no pertenecientes a la zona del euro: Estados Unidos (US), Japón (JP), Reino Unido (UK), Canadá (CA), Suiza (CH), Suecia (SE), Dinamarca (DK), Noruega (NO) y Australia (AU).

Gráfico A

Amplitud, duración y pendiente de la expansión en las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro

(escala izquierda: porcentajes y trimestres; escala derecha: porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Los ciclos de las economías avanzadas se calculan como una media ponderada de los países de la muestra, que son los que se indican en la primera nota al pie de este recuadro. «Amplitud» se refiere a la variación porcentual del PIB real desde el mínimo hasta el siguiente máximo en un ciclo expansivo; «duración» se define como el número de trimestres transcurridos desde el mínimo hasta el siguiente máximo en un ciclo expansivo, y «pendiente» es la relación entre amplitud y duración.

Un análisis más profundo de la dinámica del ciclo económico exige una definición más precisa de sus distintas fases.

A efectos de este recuadro, se combinan dos enfoques. En primer lugar, se detectan recesiones con arreglo a la definición puramente técnica, es decir, una recesión implica al menos dos trimestres de descenso del nivel del PIB real, adoptando el algoritmo de Bry-Boschan⁷. Este procedimiento se denomina en la literatura el enfoque «clásico» del fechado cíclico⁸. Una vez que se han establecido las fechas de las recesiones, se utiliza el componente cíclico del PIB, obtenido eliminando la tendencia de los niveles del PIB real mediante estimaciones del crecimiento del PIB potencial, con el fin de distinguir las diferentes fases de las expansiones cíclicas⁹. Se separan los movimientos del ciclo del PIB en cuatro fases adicionales, en función de si el PIB observado se está expandiendo a un ritmo más rápido o más lento que el potencial, y de si la brecha de producción está en terreno positivo o negativo, imponiendo nuevamente un

⁷ Véase G. Bry y C. Boschan, «Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs», *NBER Books*, National Bureau of Economic Research, 1971. Este método proporciona una buena aproximación y se ha utilizado ampliamente en estudios empíricos de expansiones y recesiones. Véanse, por ejemplo, para los países del G-7 y de la UE, M. J. Artis, Z. G. Kontolemi y D. R. Osborn, «Business Cycles for G7 and European Countries», *The Journal of Business*, vol. 70, n.º 2, abril de 1997, pp. 249-279, y para Estados Unidos, J. H. Stock y M. W. Watson, «Estimating turning points using large data sets», *Journal of Econometrics*, vol. 178, parte 2, enero de 2014, pp. 368-381. Los resultados son ampliamente comparables con el fechado indicado por el Centre for Economic Policy Research (CEPR) y el NBER para la zona del euro y Estados Unidos, respectivamente, que utilizan, en ambos casos, métodos más amplios que incluyen no solo el PIB trimestral, sino también componentes básicos del PIB, empleo y actividad industrial, entre otras variables. Las recesiones se definen como dos trimestres consecutivos de descenso del nivel del PIB.

⁸ Véase A. F. Burns y W. C. Mitchell, «Measuring Business Cycles», *NBER Books*, National Bureau of Economic Research, diciembre de 1946.

⁹ Puede verse un enfoque similar del fechado cíclico en el recuadro titulado «La medición y predicción del ciclo económico de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2011.

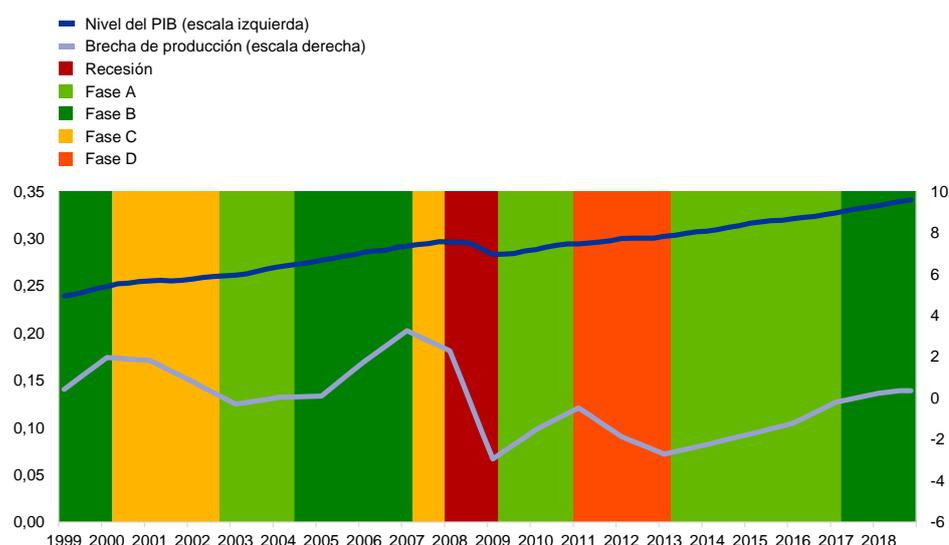
mínimo de dos trimestres consecutivos para definir cada fase^{10,11}. El gráfico B presenta un ejemplo de las cinco fases atendiendo al agregado de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro.

El segundo paso permite caracterizar con mayor precisión las diferentes fases de las expansiones. En concreto, permite tener en cuenta las implicaciones de una disminución del ritmo de crecimiento potencial. Combinando las recesiones identificadas en el primer paso (parte roja del gráfico B) con las fases cíclicas adicionales detectadas en el segundo (partes verde claro, verde oscuro, amarillas y naranjas), distinguimos entre «aterrizajes bruscos» —recesiones abruptas— y «aterrizajes suaves» —períodos en los que la actividad económica se desacelera en relación con el potencial, y a veces las brechas de producción caen a terreno negativo, pero sin entrar en recesión—¹².

Gráfico B

Ciclo económico en las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro

(escala izquierda: índice [en logaritmos]; escala derecha: porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico muestra una periodización del ciclo económico en cinco fases para las economías avanzadas. En el primer paso se utiliza el enfoque clásico del fechado cíclico, con el fin de separar las expansiones de las recesiones, adoptando el algoritmo de Bry-Boschan aplicado a los niveles del PIB real (en logaritmos). En el segundo paso se separan los movimientos del componente cíclico del PIB real en cuatro fases. La fase A se refiere a períodos en los que la brecha de producción todavía es negativa, pero el PIB crece a mayor ritmo que su potencial. La fase B indica el caso en el que la brecha de producción es positiva y el PIB crece por encima de su potencial. En la fase C, la brecha de producción es positiva y el PIB se expande a un ritmo más lento que su potencial. Por último, la fase D caracteriza aquellos períodos en los que la brecha de producción es negativa y el PIB crece por debajo de su potencial. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

¹⁰ El análisis de este recuadro y el consiguiente fechado de las fases del ciclo económico son sensibles a las estimaciones del PIB potencial. Se utilizan estimaciones del crecimiento potencial elaboradas por el FMI y el BCE. Los datos anuales se han calculado mediante interpolación *spline* cúbica para obtener frecuencias trimestrales. Las estimaciones del crecimiento potencial para el período anterior a 1980 se obtienen mediante técnicas simples de eliminación de tendencias.

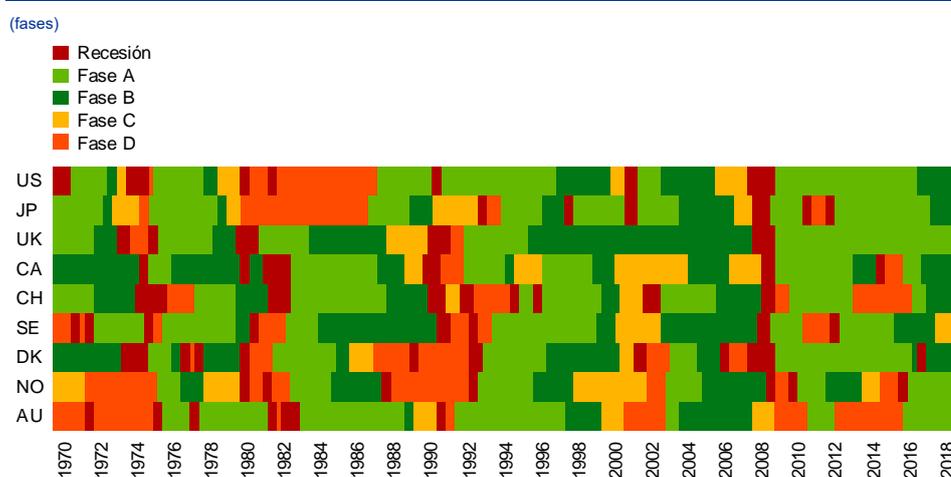
¹¹ Los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE siguen un enfoque alternativo que se centra en anticipar los puntos de inflexión de la actividad económica.

¹² Con arreglo al enfoque de dos pasos, las fases de recesión podrían seguir a cualquiera de las cuatro fases expansivas, aunque, en la práctica, siguen mayoritariamente la fase C y, en menor medida, las fases B y D.

Esta metodología sugiere que, en varias de las principales economías avanzadas, la brecha de producción actual es positiva y la actividad sigue creciendo a un ritmo mayor que su potencial (véase gráfico C). Nuestras estimaciones sugieren que, en Estados Unidos, Japón, Canadá, Suiza y Dinamarca, las brechas de producción son positivas y la actividad continúa expandiéndose a un ritmo más acelerado que su potencial. Sin embargo, Suecia podría haber pasado ya a una fase en la que la actividad crece por debajo de su potencial. En cambio, parece que, en el Reino Unido, Noruega y Australia, la recuperación perdura desde la Gran Recesión, aunque sigue habiendo un cierto grado de capacidad ociosa en estas economías.

Gráfico C

Periodización de los ciclos económicos en una selección de economías avanzadas



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Las recesiones se detectan utilizando el algoritmo de Bry-Boschan aplicado a los niveles del PIB real (en logaritmos). La fase A se refiere a períodos en los que la brecha de producción todavía es negativa, pero el PIB crece a mayor ritmo que su potencial. La fase B indica el caso en el que la brecha de producción es positiva y el PIB crece por encima de su potencial. En la fase C, la brecha de producción es positiva y el PIB se expande a un ritmo más lento que su potencial. Por último, la fase D caracteriza aquellos períodos en los que la brecha de producción es negativa y el PIB crece por debajo de su potencial. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

La experiencia pasada sugiere que las economías pueden crecer por encima de su potencial durante un tiempo relativamente largo y que, posteriormente, es más probable que experimenten un aterrizaje suave que una recesión abrupta. El gráfico C indica que, en las economías con brechas de producción positivas, el PIB puede crecer por encima de su potencial durante unos dos o tres años, en promedio, antes del cambio de ciclo. Además, en la mayoría de los casos, las economías van desacelerándose progresivamente y experimentan un aterrizaje suave. Las probabilidades (no condicionales) históricas de transición entre diferentes fases del ciclo económico sugieren que, tras un período en el que la brecha de producción es positiva y el crecimiento se expande a un ritmo superior al potencial (fase B), alrededor de un tercio de los países sufren una recesión, mientras que dos tercios pasan a una fase de crecimiento más moderado a medida que la actividad se desacelera por debajo del crecimiento potencial.

Nuestro escenario base sigue siendo de desaceleración económica moderada en las economías avanzadas. Después de alcanzar un máximo en 2017, el

crecimiento del PIB en las economías avanzadas comenzó a ralentizarse en la primera mitad de 2018, y los indicadores de opinión apuntan a una moderación adicional a finales de ese año y principios de 2019. La desaceleración de la actividad manufacturera parece ser especialmente pronunciada y, probablemente, se ve agravada por las crecientes incertidumbres que lastran la inversión y la actividad a escala mundial. La actualización más reciente de las *Perspectivas de la Economía Mundial*, del FMI sugiere que el crecimiento agregado de las economías avanzadas descenderá gradualmente desde el 2,3 % en 2018 hasta el 2 % en 2019, y seguirá cayendo, hasta el 1,7 %, en 2020, lo que está en consonancia, en líneas generales, con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2019¹³.

En definitiva, aunque el crecimiento de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro se ha ido ralentizando, parece que las señales de una fuerte desaceleración o de recesión están contenidas. No obstante, los riesgos a la baja abundan y últimamente han aumentado. Una escalada de las tensiones comerciales, por ejemplo, o un escenario de Brexit «sin acuerdo» afectarían negativamente a las perspectivas de las economías avanzadas.

¹³ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2019.

2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 31 de octubre de 2018 y el 29 de enero de 2019

Toshi Nakamura y Pamina Karl

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento de reservas de 2018, comprendidos entre el 31 de octubre y el 18 de diciembre de 2018, y entre el 19 de diciembre de 2018 y el 29 de enero de 2019, respectivamente. Durante este período, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente. En paralelo, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), con un objetivo de compras netas mensuales por importe de 15 mm de euros, en promedio, hasta el final de diciembre de 2018. El 1 de enero de 2019 comenzó la fase de reinversión.

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 1.511,5 mm de euros, lo que representa un incremento de 51,8 mm de euros con respecto al período anterior (es decir, el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de 2018). Las mayores necesidades de liquidez fueron resultado, en gran medida, del aumento de 51,4 mm de euros registrado, en promedio, en los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra de 1.384,5 mm de euros durante el período considerado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron, en promedio, en 0,4 mm de euros, situándose en 127,1 mm de euros.

El incremento de los factores autónomos netos fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de absorción de liquidez y de la disminución de los factores de inyección de liquidez. Entre los factores de absorción de liquidez, los billetes en circulación y otros factores autónomos se incrementaron, en promedio, en 16,8 mm de euros y 18,5 mm de euros, respectivamente, hasta situarse en 1.210 mm de euros y 730,7 mm de euros. Este aumento se vio parcialmente contrarrestado por la caída de 23,3 mm de euros registrada por los depósitos de las Administraciones Públicas, hasta una cifra de 236,1 mm de euros. La contribución más destacada al avance de los factores autónomos netos tuvo su origen en la reducción de los activos netos denominados en euros, que, en promedio, experimentaron un descenso de 46,7 mm de euros y se situaron en 153,5 mm de euros. Los pasivos del Eurosistema denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro aumentaron, en promedio, 50,5 mm de euros, lo que refleja un patrón estacional

más pronunciado al final de año que al final de trimestre durante el período de referencia anterior¹⁴ y, por tanto, contribuye negativamente al promedio de activos netos denominados en euros (factores de inyección de liquidez).

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo – necesidades de liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019						Período de referencia anterior: 1 de agosto de 2018 a 30 de octubre de 2018	
	Séptimo y octavo periodos de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 31 de octubre a 18 de diciembre		Octavo período de mantenimiento: 19 de diciembre a 29 de enero		Quinto y sexto periodos de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	2.176,8	(+12,0)	2.162,5	(-19,3)	2.193,4	(+30,9)	2.164,8	(+40,9)
Billetes en circulación	1.210,0	(+16,8)	1.202,4	(+8,1)	1.218,8	(+16,4)	1.193,1	(+16,6)
Depósitos de las AAPP	236,1	(-23,3)	240,2	(-43,0)	231,3	(-8,9)	259,4	(+20,0)
Otros factores autónomos	730,7	(+18,5)	719,9	(+15,5)	743,3	(+23,4)	712,2	(+4,3)
Cuentas corrientes	1.357,6	(-0,5)	1.379,4	(+10,4)	1.332,1	(-47,2)	1.358,0	(+26,2)
Instrumentos de política monetaria	764,9	(-14,8)	762,7	(+4,3)	767,4	(+4,6)	779,7	(-0,4)
Exigencias de reservas mínimas ¹	127,1	(+0,4)	126,8	(+0,1)	127,4	(+0,6)	126,7	(+2,5)
Facilidad de depósito	637,8	(-15,2)	635,9	(+4,2)	640,0	(+4,0)	653,0	(-2,9)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

¹⁴ Los pasivos del Eurosistema denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro corresponden principalmente a depósitos denominados en euros en cuentas mantenidas por bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro 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, tanto en el mercado de operaciones con garantía como en el de operaciones sin garantía, antes de las fechas de presentación de los balances. El 31 de diciembre de 2018, los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro aumentaron hasta situarse en 459,3 mm de euros, en comparación con un importe medio de 315,3 mm de euros durante el séptimo y el octavo periodos de mantenimiento. Esta evolución se plasmó en un efecto más pronunciado que el observado el 30 de septiembre de 2018, cuando estos pasivos se incrementaron hasta situarse en 301,7 mm de euros, frente a los 264,7 mm de euros registrados, en promedio, en el quinto y el sexto periodos de mantenimiento.

Activo – oferta de liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019						Período de referencia anterior: 1 de agosto de 2018 a 30 de octubre de 2018	
	Séptimo y octavo periodos de mantenimiento		Séptimo periodo de mantenimiento: 31 de octubre a 18 de diciembre		Octavo periodo de mantenimiento: 19 de diciembre a 29 de enero		Quinto y sexto periodos de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	792,7	(-39,2)	802,5	(-23,0)	781,3	(-21,2)	831,9	(+10,9)
Activos exteriores netos	639,2	(+7,4)	625,1	(-0,1)	655,8	(+30,7)	631,8	(+1,9)
Activos netos denominados en euros	153,5	(-46,7)	177,4	(-22,9)	125,5	(-51,9)	200,1	(+8,9)
Instrumentos de política monetaria	3.379,8	(+35,7)	3.375,6	(+18,1)	3.384,7	(+9,1)	3.344,1	(+53,0)
Operaciones de mercado abierto	3.379,7	(+35,7)	3.375,5	(+18,0)	3.384,6	(+9,1)	3.344,0	(+53,0)
Operaciones de subasta	732,5	(-6,6)	733,2	(-1,5)	731,8	(-1,5)	739,1	(-14,0)
OPF	7,3	(+2,5)	6,8	(-0,1)	7,9	(+1,1)	4,8	(+2,9)
OFPLM a tres meses	4,7	(+0,1)	4,4	(+0,7)	5,0	(+0,6)	4,6	(-2,8)
Operaciones TLTRO-I	0,0	(-5,5)	0,0	(-1,5)	0,0	(+0,0)	5,5	(-5,6)
Operaciones TLTRO-II	720,5	(-3,7)	722,0	(-0,6)	718,8	(-3,1)	724,2	(-8,5)
Carteras en firme	2.647,2	(+42,2)	2.642,3	(+19,6)	2.652,8	(+10,5)	2.604,9	(+67,0)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,3	(-0,2)	4,3	(-0,1)	4,3	(-0,0)	4,5	(-0,2)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,2)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	262,3	(+3,9)	262,1	(+2,2)	262,6	(+0,5)	258,4	(+3,8)
Programa para los mercados de valores	73,0	(-1,2)	73,0	(-1,0)	73,1	(+0,1)	74,2	(-9,3)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	27,6	(+0,3)	27,7	(+0,6)	27,6	(-0,1)	27,3	(-0,2)
Programa de compras de valores públicos	2.098,7	(+30,9)	2.095,0	(+13,0)	2.103,1	(+8,2)	2.067,8	(+63,6)
Programa de compras de bonos corporativos	177,1	(+8,4)	176,3	(+4,9)	178,1	(+1,9)	168,7	(+9,5)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,1)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019						Período de referencia anterior: 1 de agosto de 2018 a 30 de octubre de 2018	
	Séptimo y octavo periodos de mantenimiento		Séptimo periodo de mantenimiento: 31 de octubre a 18 de diciembre		Octavo periodo de mantenimiento: 19 de diciembre a 29 de enero		Quinto y sexto periodos de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas	1.511,5	(+51,8)	1.487,2	(+3,8)	1.539,9	(+52,8)	1.459,8	(+32,3)
Factores autónomos ²	1.384,5	(+51,4)	1.360,4	(+3,6)	1.412,6	(+52,2)	1.333,1	(+29,8)
Exceso de liquidez	1.868,2	(-16,1)	1.888,4	(+14,3)	1.844,6	(-43,7)	1.884,3	(+20,8)

Evolución de los tipos de interés

(medias, porcentajes)

	Período de referencia actual: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019						Período de referencia anterior: 1 de agosto de 2018 a 30 de octubre de 2018	
	Séptimo y octavo periodos de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 31 de octubre a 18 de diciembre		Octavo período de mantenimiento: 19 de diciembre a 29 de enero		Quinto y sexto periodos de mantenimiento	
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
Eonia	-0,363	(-0,00)	-0,360	(+0,01)	-0,366	(-0,01)	-0,362	(+0,00)

Fuente: BCE.

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

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

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

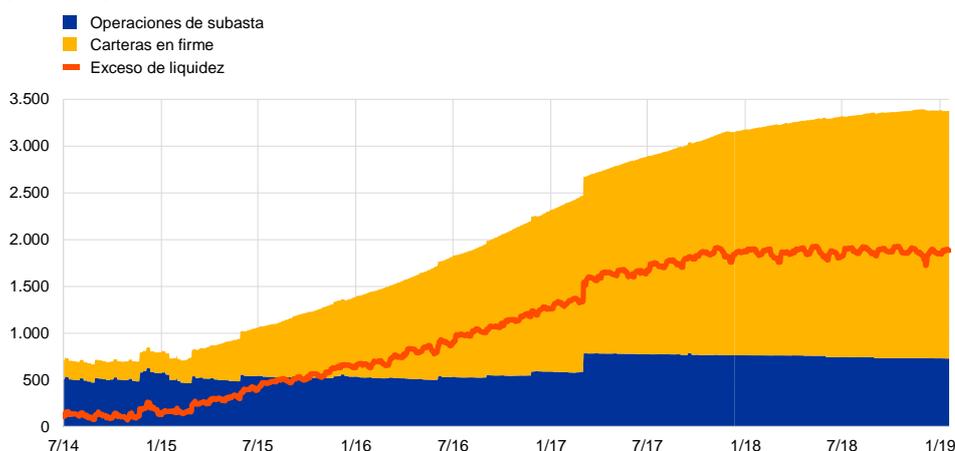
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —incluidas tanto operaciones de subasta como compras efectuadas en el marco del APP— se incrementó en 35,7 mm de euros, hasta un importe de 3.379,8 mm de euros (véase gráfico A). Este aumento fue atribuible en su totalidad a las compras netas realizadas en el 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

(mm de euros)



Fuente: BCE.

El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta descendió ligeramente (en 6,6 mm de euros) durante el período considerado y se situó en 732,5 mm de euros. Este descenso se debió

íntegramente a la disminución de 9,2 mm de euros del saldo vivo medio de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). La liquidez media proporcionada a través de las OPF aumentó en 2,5 mm de euros, hasta situarse en 7,3 mm de euros, un ascenso que compensó, en parte, la reducción observada en las TLTRO.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria se incrementó en 42,2 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.647,2 mm de euros, debido a las compras netas efectuadas en el marco del APP, que siguieron realizándose hasta el final de diciembre de 2018. No obstante, este incremento fue inferior en 24,8 mm de euros al registrado en el período de referencia anterior. 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 corporativos y del programa de compras de bonos de titulización de activos aumentó, en promedio, en 30,9 mm de euros, 3,9 mm de euros, 8,4 mm de euros y 0,3 mm de euros, respectivamente. Las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores (Securities Markets Programme, SMP) y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores ascendieron a 1,3 mm de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez se redujo ligeramente en comparación con el período anterior, en 16,1 mm de euros, hasta situarse en 1.868,2 mm de euros (véase gráfico A). Este descenso refleja el avance de los factores autónomos netos, principalmente en el octavo período de mantenimiento, y estuvo determinado, en parte, por la evolución observada en los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro al final del año. Esta evolución solo se vio parcialmente contrarrestada por la liquidez proporcionada a través de las compras del APP, que se redujeron hacia finales de diciembre, antes del inicio de la fase de reinversión el 1 de enero. En cuanto a la distribución del exceso de liquidez entre las cuentas corrientes y la facilidad de depósito, los saldos medios en cuenta corriente registraron una leve caída (de 0,5 mm de euros), hasta situarse en 1.357,6 mm de euros, y el recurso medio a la facilidad de depósito descendió en 15,2 mm de euros y se situó en 637,8 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés a un día de las operaciones con garantía y sin garantía del mercado monetario se mantuvieron próximos al tipo de la facilidad de depósito del BCE. En el mercado de operaciones sin garantía, el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en el -0,363 %, prácticamente sin variación con respecto al período de referencia anterior. El eonia fluctuó en una banda comprendida entre el mínimo del -0,374 % observado el 21 de diciembre y el máximo del -0,335 % del 27 de diciembre. En cuanto al mercado de

operaciones con garantía, el diferencial de los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling¹⁵ entre las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía se estrechó. En comparación con el período anterior, el tipo *repo* medio a un día para la cesta estandarizada de activos de garantía aumentó en 2 puntos básicos y se situó en el -0,417 %, mientras que el correspondiente a la cesta ampliada se redujo en 2 puntos básicos, hasta situarse en el -0,406 %. El descenso registrado al final de 2018 en los tipos *repo* principales fue menos pronunciado que el observado al final de 2017, lo que sugiere que los participantes en los mercados han adoptado prácticas más eficientes en la gestión de activos de garantía. Asimismo, la facilidad de préstamo de valores del programa de compras de valores públicos del Eurosistema continuó contribuyendo al buen funcionamiento de los mercados de *repos*.

¹⁵ El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

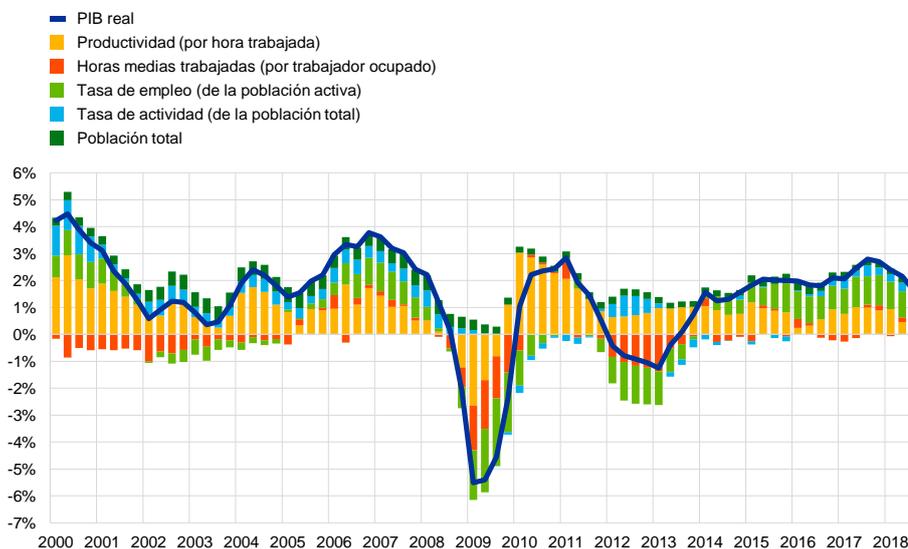
Vasco Botelho y António Dias da Silva

En este recuadro se analiza la evolución del mercado de trabajo de la zona del euro en relación con los cambios observados recientemente en el crecimiento del PIB. El mercado de trabajo se mantuvo relativamente vigoroso durante 2018, pese a la ralentización del crecimiento del PIB real. La descomposición del PIB en productividad del trabajo, resultados del mercado de trabajo y tendencias demográficas muestra una mayor contribución del empleo al crecimiento del PIB real (véase gráfico A). En los tres primeros trimestres de 2018, la expansión económica se vio firmemente respaldada por el avance del empleo y el descenso sostenido de la tasa de paro. Esta evolución contrasta de forma acusada con las tendencias observadas en la fase inicial de la recuperación y pone de manifiesto la fortaleza del mercado de trabajo de la zona del euro en un contexto de ralentización del crecimiento del PIB en 2018. De hecho, a pesar de la considerable heterogeneidad existente entre los distintos países de la zona del euro, en diciembre de 2018 la tasa de paro agregada de la zona se situaba en su nivel más bajo desde octubre de 2008 y la ratio empleo/población era más elevada que en 2008¹⁶.

Gráfico A

Descomposición del crecimiento del PIB real

(porcentajes; tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El PIB real se descompone en productividad del trabajo (PIB real/total de horas trabajadas), horas medias trabajadas por persona ocupada, tasa de empleo (empleo total/población activa), tasa de actividad (población activa/población) y población total. La población activa se define como la suma del número de personas ocupadas y del de desempleados.

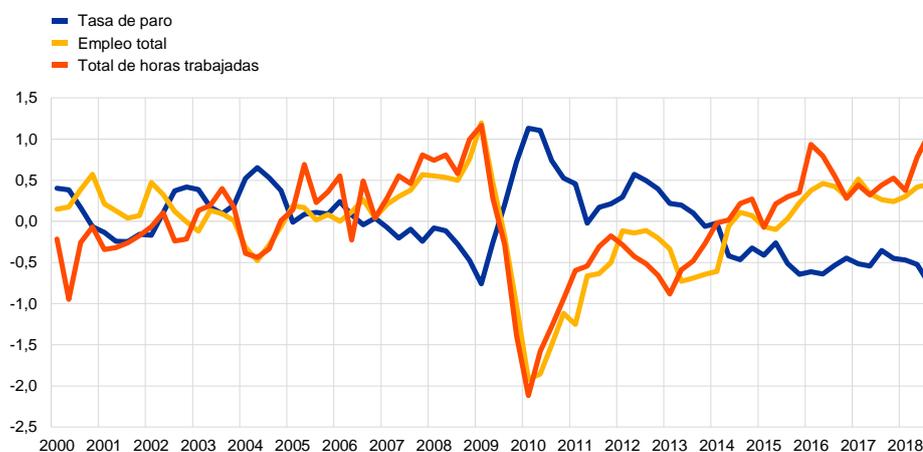
¹⁶ La heterogeneidad de las tasas de paro sigue siendo elevada, ya que la diferencia entre la tasa más alta y la más baja de los países de la zona del euro es de más de 15 puntos porcentuales. La ratio empleo/población, definida en este recuadro como el empleo total dividido por el segmento de la población con edades comprendidas entre 15 y 74 años, se incrementó en 0,8 puntos porcentuales, del 58,7 % al 59,5 %, entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2018.

Una estimación de la simple relación estática entre empleo/desempleo y PIB muestra el buen comportamiento del mercado de trabajo desde el principio de la recuperación en la zona del euro (véase gráfico B). El crecimiento del empleo a finales de 2018 fue 0,4 puntos porcentuales superior al nivel esperado a partir de la relación estática de largo plazo entre el avance del empleo y el del PIB. Estos residuos positivos del empleo desde el inicio de la recuperación aumentaron en los tres últimos trimestres de 2018, ya que la desaceleración interanual del PIB no fue acompañada de una ralentización proporcional del crecimiento del empleo. Los residuos positivos también se traducen en residuos positivos del crecimiento del total de horas trabajadas, es decir, las horas trabajadas totales se han incrementado más de lo que cabría esperar atendiendo a la tasa de crecimiento del PIB. Del mismo modo, la tasa de paro indica también una evolución sólida del mercado laboral, y muestra una tendencia a situarse por debajo del valor esperado a partir de la estimación de la versión estática tradicional de la ley de Okun. La fortaleza observada en el mercado de trabajo es generalizada por países¹⁷, y la ley de Okun muestra sistemáticamente un comportamiento de este mercado más vigoroso de lo esperado, lo que puede obedecer a la aplicación de reformas estructurales que contribuyeron a una mayor creación de empleo durante la recuperación económica reciente¹⁸.

Gráfico B

Residuos de las estimaciones de la versión estática de la ley de Okun

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Estimaciones basadas en datos correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 1998 y el tercer trimestre de 2018. Residuos de la versión estática de la ley de Okun, que relaciona las variaciones interanuales de la tasa de paro, la tasa de crecimiento interanual del empleo total y la tasa de crecimiento interanual del total de horas trabajadas con la tasa contemporánea de crecimiento interanual del PIB real.

¹⁷ En el tercer trimestre de 2018, las excepciones fueron Italia, con residuos negativos del empleo, pero positivos del total de horas trabajadas y negativos de la tasa de paro; Estonia, con residuos negativos del empleo y del total de horas trabajadas, pero positivos de la tasa de paro, y Malta, con residuos positivos del empleo, del total de horas trabajadas y de la tasa de paro.

¹⁸ Véanse, por ejemplo, el recuadro titulado «Recent employment dynamics and structural reforms», en el artículo «The employment-GDP relationship since the crisis», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2016, y el recuadro titulado «Labour and product market regulation, worker flows and output responsiveness», en «Structural policies in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 210, BCE, junio de 2018.

Sin embargo, la evolución actual del mercado de trabajo dependerá de la naturaleza de las perturbaciones que afecten a la desaceleración observada del PIB real. Una especificación estática de la ley de Okun muestra una relación de largo plazo entre el crecimiento del PIB real y los resultados del mercado de trabajo, obviando los efectos de la evolución tanto a corto como a largo plazo sobre el ajuste de este mercado a las fluctuaciones del ciclo económico. Si se utilizara una especificación dinámica para analizar el perfil temporal de la relación entre el avance del PIB real y los resultados del mercado de trabajo, se observaría que la evolución de este mercado depende no solo de los cambios actuales en el crecimiento del PIB real, sino también de los cambios anteriores¹⁹. Además, dado que las elasticidades implícitas en la ley de Okun son inferiores a la unidad, las fluctuaciones del crecimiento del PIB real podrían conllevar una respuesta algo dilatada en el tiempo y atenuada del empleo total, de la tasa de paro y del total de horas trabajadas. Por otra parte, la sólida evolución actual del mercado de trabajo y su trayectoria futura también podrían verse influidas por la naturaleza específica de las perturbaciones que afecten a la economía.

En conjunto, estos resultados ponen de relieve el intenso dinamismo del mercado de trabajo desde el inicio de la recuperación y subrayan la fortaleza mostrada últimamente por este mercado ante la desaceleración del PIB real en 2018. De hecho, mientras que, en 2018, el crecimiento del PIB se redujo en 0,7 puntos porcentuales, el del empleo disminuyó únicamente en 0,2 puntos porcentuales, y los residuos estimados a partir de la especificación estática de la ley de Okun se hicieron incluso más negativos para el desempleo y más positivos para el empleo y el total de horas trabajadas. No obstante, el mercado de trabajo también se caracteriza por una respuesta dilatada en el tiempo a las variaciones del PIB, y ese será uno de los factores que influirán en su evolución durante los próximos trimestres.

¹⁹ Véase el recuadro titulado «A quantitative investigation of the euro area employment-GDP relationship», en el artículo «[The employment-GDP relationship since the crisis](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2016.

4 Nuevas características del Índice Armonizado de Precios de Consumo: grupos de análisis, datos de escáner y *web-scraping*

Martin Eiglsperger

Los Índices Armonizados de Precios de Consumo (IAPC) de los alimentos, los bienes industriales, los servicios y la energía son indicadores que utiliza el BCE para analizar la inflación en la zona del euro con más detalle. Con la publicación de los IAPC correspondientes a enero de 2019, estos grupos de análisis —agregados especiales— se basan en una asignación más exacta de los productos, por lo que la distinción entre bienes y servicios, y entre alimentos elaborados y no elaborados, es ahora más precisa. Esta mejora se ha logrado obteniendo agregados especiales a partir de la clasificación genérica del IAPC —la denominada ECOICOP (*European Classification of Individual Consumption according to Purpose*)—, que proporciona un mayor nivel de desagregación que la clasificación de productos que se utilizaba hasta ahora. Otro avance reciente es el uso extendido de datos de escáner (*scanner data*) de supermercados. También se está generalizando la técnica de *web-scraping*, que consiste en la descarga automatizada de grandes volúmenes de datos publicados en sitios web. En conjunto, estos cambios reflejan mejor la evolución real de los precios de consumo en la economía, especialmente porque amplían la cobertura de los precios rebajados.

Para el seguimiento y el análisis de la inflación, el BCE utiliza el IAPC desagregado en alimentos no elaborados, alimentos elaborados, bienes industriales, servicios y energía. Estos agregados especiales muestran con frecuencia propiedades diferenciadas, como la mayor volatilidad observada en los IAPC de los alimentos no elaborados y la energía. Varias medidas de inflación subyacente se obtienen excluyendo algunos de estos agregados²⁰. En general, los grupos especiales se utilizan para analizar y comprender mejor los determinantes de la inflación.

Los institutos de estadística de la Unión Europea han introducido otro nivel de desagregación en la clasificación del IAPC por finalidad del consumo. La ECOICOP, en su máximo nivel de desglose, incluye unas 300 subclases, como «equipos de telefonía móvil» (anteriormente, el mayor nivel de desagregación agrupaba todos los equipos de telefonía y fax en una sola categoría). La «reparación de equipos de telefonía y fax» también constituye una clase separada. Los institutos de estadística presentan sus IAPC nacionales desagregados con arreglo a la ECOICOP para distintos períodos de tiempo. Si bien Francia y Lituania han reconstruido las series temporales completas, Irlanda y Finlandia solo publican datos desde 2017.

Con la publicación del IAPC de la zona del euro correspondiente a enero de 2019, se han introducido índices de precios de grupos de análisis basados en

²⁰ Véase el artículo titulado «*Measures of underlying inflation for the euro area*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

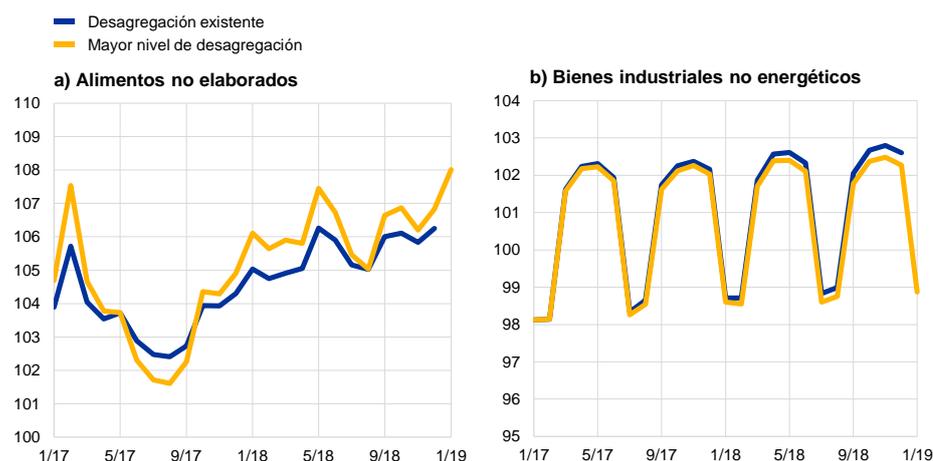
La clasificación más detallada de los productos por finalidad del consumo.

Eurostat, la Oficina Estadística de la Unión Europea, ha reconstruido estos nuevos agregados especiales desde enero de 2017 para la zona del euro y la Unión Europea en su conjunto, así como para cada Estado miembro de la UE. Los grupos especiales anteriores del IAPC se han sustituido. Hasta diciembre de 2016, los datos correspondientes a los agregados especiales del IAPC siguen basándose en un nivel de desagregación menor, lo que implica una ruptura estadística en las respectivas series temporales. El gráfico A ilustra cómo afecta el mayor nivel de desagregación de los productos a los IAPC de los alimentos no elaborados y de los bienes industriales no energéticos. Aparte de la división entre alimentos no elaborados y elaborados, la información más detallada influye relativamente poco en los agregados especiales, pero sí puede tener algunas implicaciones para las previsiones y el ajuste estacional de estos agregados del IAPC.

Gráfico A

Clasificación más detallada de los alimentos no elaborados y de los bienes industriales no energéticos en los IAPC de la zona del euro

(índice: 2015 = 100)



Fuente: Eurostat.

La elaboración de los IAPC de los alimentos, los bienes, los servicios y la energía a partir de una clasificación más detallada de productos por finalidad del consumo supone una mejora importante. Contribuye a identificar mejor los determinantes de la inflación; por ejemplo, las subidas salariales por actividades de servicios. Asimismo, cabe esperar que la asignación más precisa facilite la modelización econométrica de la inflación por grupos de análisis.

Con la publicación de los IAPC correspondientes a enero de 2019 se ha expandido más el uso de datos extraídos mediante *web-scraping* y ya hay varios institutos de estadística que utilizan datos de escáner de supermercados. Tradicionalmente, los encuestadores, que se centran en los precios de las variedades de productos más vendidas, recogen los precios en los establecimientos físicos, que visitan una vez al mes, como mínimo, o con más frecuencia en el caso de los precios más volátiles. Aunque en muchos Estados miembros de la UE la recopilación de precios en las tiendas sigue siendo

fundamental para el muestreo de datos del IAPC, muchos institutos de estadística han empezado a utilizar o están utilizando en mayor medida datos de escáner o datos extraídos mediante *web-scraping*.

Estos nuevos métodos de recogida de información proporcionan un volumen considerablemente mayor de datos sobre precios, que reflejan la variabilidad de los productos, y también abarcan un número más elevado de días de compra muestreados en un mismo mes. A diferencia de la recopilación de precios estándar basada en encuestas realizadas en los establecimientos físicos, en el cálculo de los índices con datos de escáner se utilizan las ventas de productos basadas en los códigos de barras (*Global Trade Identification Number*, GTIN) u otro código de identificación. Los precios se obtienen dividiendo las ventas de un producto determinado, identificado por su código, por la cantidad vendida. El uso de datos de escáner permite incluir muchos más productos durante un período más largo de tiempo. Los precios calculados a partir de datos de escáner se aproximan más a la media mensual que los basados en la recogida de precios en un momento específico.

Los nuevos métodos de recogida de datos requieren nuevos enfoques estadísticos. El volumen significativamente mayor de datos exige que los institutos de estadística traten la información de forma automatizada. El cálculo de índices de precios de productos específicos a partir de datos de escáner plantea varios retos, en particular el tratamiento de los precios con descuento y el mayor volumen de compras que generan los descuentos. Las reducidas cifras de ventas observadas con posterioridad a los períodos de descuentos hacen que los índices de precios, ponderados por los volúmenes de ventas, suelen ser propensos a una desviación a la baja cuando se aplican las fórmulas establecidas para los índices de precios²¹. En la mayoría de los casos, los institutos de estadística que utilizan datos de escáner en la actualidad calculan índices sin desviación, al no incorporar las ponderaciones derivadas de las ventas paralelas. Los investigadores del ámbito de la estadística están desarrollando métodos para tener en cuenta las ventas utilizando ponderaciones de gasto y evitar a la vez los sesgos a la baja²².

El relanzamiento de productos también puede plantear problemas de recopilación cuando se emplean datos de escáner. Aunque estos productos mantienen sus características esenciales, es posible que al relanzarlos se cambie su código de artículo y se vendan a un precio más elevado. La elaboración de índices de precios a partir de códigos de artículo no reflejaría esas subidas de los precios. Por tanto, es necesario desarrollar métodos que identifiquen también los productos relanzados cuando han cambiado los códigos.

El uso de datos de escáner y de datos extraídos mediante *web-scraping* influye en el IAPC principalmente de tres maneras: se amplía la gama de variedades de productos, crece la frecuencia de registro y aumenta la

²¹ Véase, por ejemplo, J. Haan y H. van der Grient, «[Eliminating chain drift in price indexes based on scanner data](#)», *Journal of Econometrics*, vol. 161(1), pp. 36-46, marzo de 2011.

²² Véase, por ejemplo, A. Chessa, J. Verburg y L. Willenborg, «[A Comparison of Price Index Methods for Scanner Data](#)», que se presentó en la 15ª reunión del Grupo de Ottawa, 10-12 de mayo de 2017, Eltville am Rhein (Alemania).

cobertura del mes de referencia. Los datos de escáner suelen abarcar un período de dos a tres semanas de un mes, pero es posible que las estimaciones de avance del IAPC cubran un período inferior. Por consiguiente, el uso de datos de escáner podría dar lugar en ocasiones a revisiones más importantes o más frecuentes de las estimaciones de avance. En general, el mayor volumen de datos implica que los índices de precios mensuales se ven más afectados por la fijación de precios de los supermercados y del comercio minorista por Internet. Por ejemplo, los fines de semana y los días de compras antes de Semana Santa y Navidad quedan mejor reflejados con el uso de estos nuevos métodos.

Los datos de escáner señalan mejor las variaciones acusadas de los precios relacionadas con los descuentos. Los precios rebajados en torno a Navidad pueden tener un impacto sobre el IAPC, concretamente la primera vez que se incorporan los datos de escáner, dado que la fórmula del IAPC exige el encadenamiento durante diciembre. En general, el uso de datos de escáner permite una cobertura más exhaustiva de los precios rebajados, tanto en el tiempo como de los distintos productos, lo que implica que los índices de precios basados en estos datos pueden presentar una volatilidad significativamente más elevada.

5 Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC

Martin Eiglsperger

Los índices armonizados de precios de consumo (IAPC) se actualizan periódicamente para reflejar cambios en las ponderaciones del consumo y en los artículos incluidos, y, algunas veces, también mejoras metodológicas. Una de esas mejoras es el cambio en la forma de calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en el IAPC de Alemania, que empezó a utilizarse con el IAPC correspondiente a enero de 2019. Esta modificación se ha traducido en revisiones de las tasas de variación interanual no solo de Alemania, sino también de la zona del euro en su conjunto.

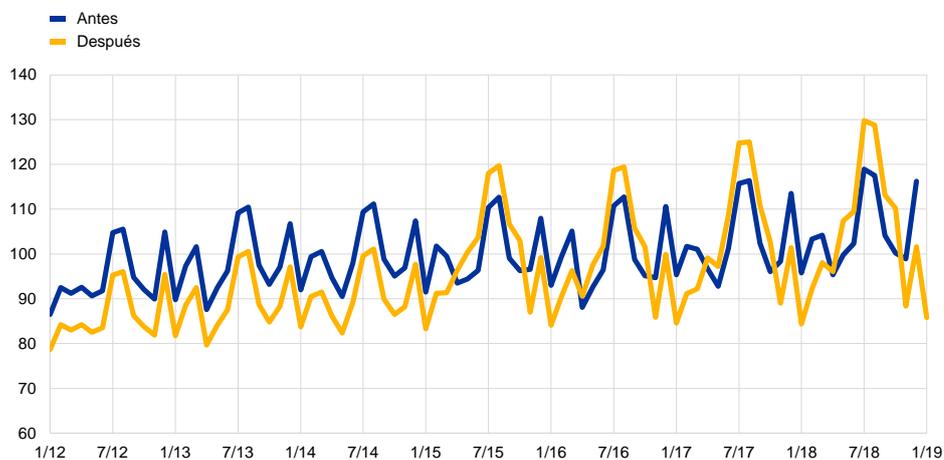
En Alemania, el índice de precios de los paquetes turísticos muestra ahora un patrón estacional más significativo. Mientras que en el método anterior se utilizaban ponderaciones estacionales del gasto —es decir, distintas ponderaciones en el índice de precios para los paquetes turísticos disfrutados en diferentes épocas del año—, en el nuevo enfoque se utilizan ponderaciones anuales fijas durante todo el año. Esto implica que este índice ya no se ve afectado por los cambios en las ponderaciones estacionales al principio y al final de la temporada. Sin embargo, la aplicación de ponderaciones fijas implica que, durante los períodos fuera de temporada, cuando los precios de los viajes de temporada no son observables, se deben realizar estimaciones de las variaciones de los precios para los que no se dispone de información. Por ejemplo, en verano es necesario incluir estimaciones de las variaciones de los precios de los viajes que suelen realizarse en invierno, y en invierno es preciso utilizar estimaciones de las variaciones de los precios en verano. La estimación se lleva a cabo por medio de un proceso de imputación en el que los cambios en los precios de las vacaciones en los períodos fuera de temporada se estiman sobre la base de la variación de los precios de otros viajes que realmente se efectúan en esa temporada. Mientras que el método anterior trataba las vacaciones de invierno y las de verano por separado, la nueva muestra integrada incluye también los destinos de los viajes realizados durante todo el año natural, por lo que se establece una relación entre la evolución de los precios de los viajes de temporada.

El cambio metodológico se ha traducido en un perfil estacional más pronunciado en el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y también en la zona del euro. El gráfico A muestra que el índice de la zona del euro presenta una variación estacional mayor que antes, con valores más elevados en los meses estivales y más bajos en los meses de invierno. Aunque en el nuevo índice la variación entre los máximos y los mínimos estacionales es mayor, su perfil es menos errático.

Gráfico A

Índice de precios de los paquetes turísticos en la zona del euro antes y después de la revisión

(índice: 2015 = 100)



Fuente: Eurostat.

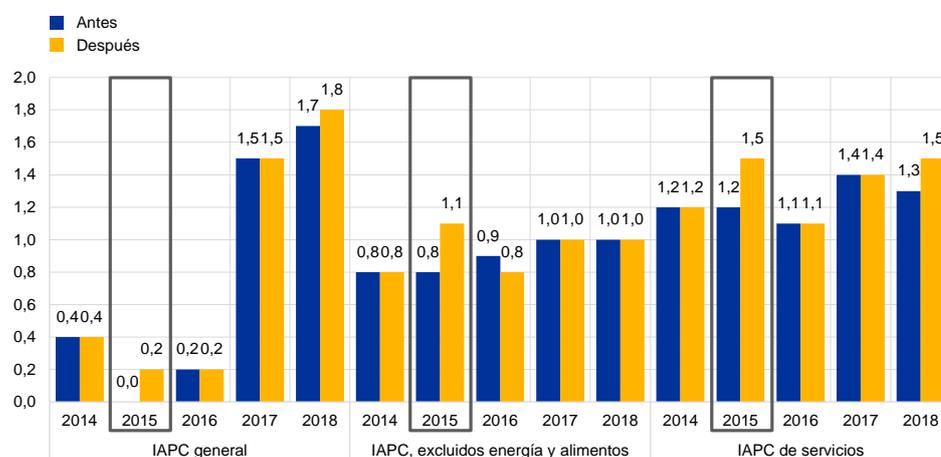
Los datos revisados tuvieron un impacto considerable sobre las tasas de variación interanual de varios agregados del IAPC de la zona del euro en el primer año en el que se incorporó el cambio metodológico y, posteriormente, el efecto ha sido más moderado (véase gráfico B). Los números índice a partir de 2015 utilizan datos compilados con arreglo al nuevo método, mientras que el índice correspondiente a 2014 y a años anteriores sigue basándose en el tratamiento anterior de los paquetes turísticos. Las tasas de variación anual correspondientes a 2015 se calculan utilizando valores del índice basados en diversos métodos y, por consiguiente, están distorsionadas²³. A partir de 2016, las tasas de crecimiento anual se basan en su totalidad en el nuevo método y, en consecuencia, no están distorsionadas. El impacto sobre las tasas de crecimiento interanual durante el período comprendido entre 2016 y 2018 es relativamente moderado.

²³ Véase Eurostat, «Improved calculation of HICP special aggregates and German package holidays methodological change», febrero de 2019, p. 2.

Gráfico B

Impacto del cambio metodológico del índice de precios de los paquetes turísticos de Alemania sobre los agregados del IAPC de la zona del euro

(tasas de inflación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las tasas de crecimiento interanual del IAPC de servicios correspondientes a los años 2017 y 2018 después de la revisión también se ven afectadas por la introducción de una clasificación de productos más detallada; véase el recuadro titulado «Nuevas características del Índice Armonizado de Precios de Consumo: grupos de análisis, datos de escáner y *web-scraping*», en este Boletín Económico.

Al evaluar la evolución pasada de la inflación, los usuarios deben hacer abstracción de las distorsiones de las tasas de crecimiento interanual, especialmente de las correspondientes a 2015. Este es el caso, en particular, de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro como medida de inflación subyacente (véase gráfico C). La revisión de las series distorsiona la imagen de años sucesivos de inflación subyacente reducida. A efectos analíticos, los usuarios pueden corregir las series de tasas de variación interanual de diferentes formas²⁴. Un método sencillo para calcular tasas de inflación interanual que no incluyen datos basados en métodos distintos consiste en utilizar tasas de variación interanual hasta diciembre de 2015 basadas en el índice antes del cambio metodológico, y tasas de crecimiento interanual derivadas del índice calculado según el nuevo método a partir de enero de 2016²⁵.

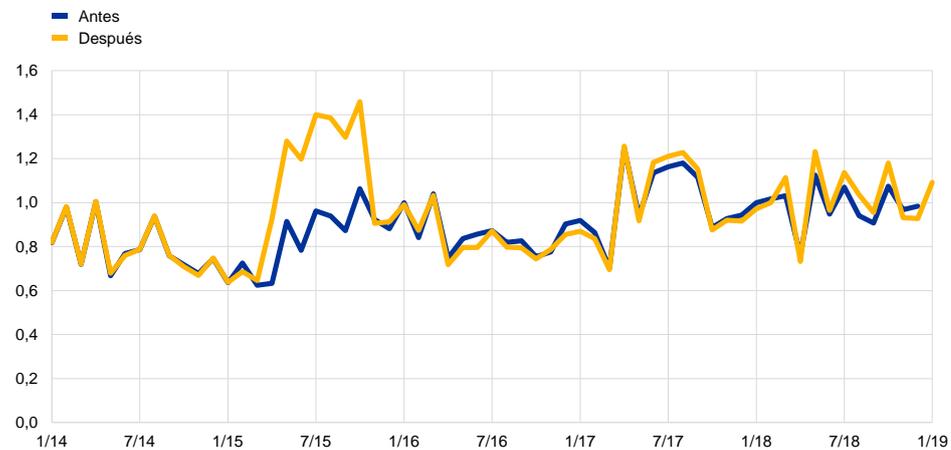
²⁴ El uso de técnicas de análisis de series temporales, como el ajuste estacional, podría ser de utilidad en los métodos empleados para mitigar el impacto de las distorsiones.

²⁵ No obstante, este método no puede utilizarse para calcular una serie temporal del IAPC. El IAPC es un índice de precios basado en la fórmula de tipo Laspeyres (véase Eurostat, «*Harmonised Index of Consumer Prices [HICP], Methodological Manual*», noviembre de 2018, p. 170), por lo que las ponderaciones del gasto anual se aplican a los componentes y no a sus tasas de crecimiento.

Gráfico C

Inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro antes y después de la revisión

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

6 El diferencial tipo de interés-crecimiento y la evolución de la deuda pública

Cristina Checherita-Westphal

La diferencia entre el tipo de interés medio pagado sobre la deuda de las Administraciones Públicas y la tasa de crecimiento nominal de la economía es una variable fundamental para analizar la evolución de la deuda pública y su sostenibilidad. La variación de la deuda pública entre dos años es igual a los intereses abonados sobre el *stock* de la deuda, el déficit primario (exceso de gasto —excluidos los pagos de intereses— sobre ingresos) y otros factores (ajustes déficit-deuda). Así pues, en cuanto a las ratios expresadas en relación con el PIB, la variación de la deuda se determina principalmente por el saldo primario y la diferencia entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento del PIB. Si el diferencial tipo de interés-crecimiento ($i - g$) es estrictamente positivo, es necesario un superávit primario para estabilizar o reducir la ratio deuda/PIB. Cuanto mayor sea el nivel inicial de deuda, más elevado tendrá que ser el superávit primario. Y a la inversa, un diferencial $i - g$ de la deuda pública persistentemente negativo ($i < g$) implicaría que las ratios de deuda podrían reducirse aun cuando se registren déficits presupuestarios primarios (inferiores al efecto sobre la deuda provocado por el diferencial)²⁶.

Recientemente, el diferencial $i - g$ se ha tornado negativo en la mayoría de las economías avanzadas, incluidos los países de la zona del euro. Según las previsiones de otoño de 2018 de la Comisión Europea, todos los países de la zona, salvo Italia, tenían un diferencial $i - g$ negativo en 2017. Las proyecciones contemplan un aumento de este diferencial en doce países de la zona en 2020, aunque se mantendrá en terreno negativo en todos ellos, excepto en Italia.

Olivier Blanchard, en su discurso como presidente de la Asociación de Economía Americana de 2019²⁷, ha reavivado el debate sobre el papel de la política fiscal ante un diferencial tipo de interés-crecimiento persistentemente negativo. Utilizando el ejemplo de Estados Unidos, Blanchard señala que los costes de la deuda pública pueden ser inferiores a lo que generalmente se presupone en el debate sobre las políticas económicas, dado que el tipo de interés exento de riesgo (en Estados Unidos) —una *proxy* de los tipos marginales de los bonos— se sitúa por debajo de la tasa de crecimiento del PIB nominal, y esta situación es más la norma histórica que la excepción. Con un diferencial $i - g$ negativo, es posible que la deuda pública no tenga ningún coste fiscal. No obstante, sí puede tener costes en

²⁶ $\Delta b_t = \left(\frac{i_t - g_t}{1 + g_t}\right) b_{t-1} - pb_t + dda_t$ (eq. 1)

La ecuación 1 (la típica ecuación de acumulación de deuda) aporta un sencillo marco contable para descomponer la variación de la ratio deuda pública bruta/PIB (Δb_t) en sus factores fundamentales, que son: i) el «efecto bola de nieve», es decir, el impacto de la diferencia entre el tipo de interés nominal medio de la deuda pública (i_t) y la tasa de crecimiento del PIB nominal (g_t) multiplicada por la ratio deuda/PIB en el período anterior (b_{t-1}); ii) la ratio de saldo presupuestario primario (superávit) (pb_t), y iii) el ajuste déficit-deuda en relación con el PIB (dda_t) o el ajuste saldo/flujo, que incluye factores que afectan a la deuda, pero que no se contemplan en el saldo presupuestario (como adquisiciones o ventas de activos financieros).

²⁷ «Public Debt and Low Interest Rates», discurso pronunciado por Olivier Blanchard como presidente de la AEA en 2019 (Atlanta, 5 de enero de 2019). El discurso fue fundamentalmente una presentación de su trabajo académico reciente titulado «Public Debt and Low Interest Rates».

términos de bienestar, si bien estos también podrían ser inferiores a lo que suele suponerse. Una implicación de este planteamiento sería que Estados Unidos podría sostener (o renovar) deudas elevadas (o más elevadas) sin costes significativos. Sin embargo, el autor hace hincapié en que el propósito del discurso no es defender una deuda más alta en sí misma, sino dar cabida a un debate más rico que el actual sobre la política de deuda y sobre las reglas de deuda adecuadas.

Los modelos teóricos no aportan conclusiones claras sobre el signo y el tamaño del diferencial tipo de interés-crecimiento de la deuda pública. En general, los modelos se basan en la hipótesis de que se cumple la restricción presupuestaria intertemporal, es decir, el valor actual de los superávits primarios futuros debería ser igual al nivel actual de la deuda (sin trayectorias explosivas de la deuda). Mientras que la teoría estándar del crecimiento implica un $i - g$ positivo para las economías que se encuentran en su estado estacionario (siguiendo una senda de crecimiento equilibrada), incluso en relación con el tipo de interés exento de riesgo, en los modelos de generaciones solapadas con incertidumbre no diversificable o en los modelos con burbujas racionales un $i - g$ negativo de la deuda pública podría coexistir con una economía dinámicamente eficiente²⁸. Además, debe reconocerse que estos modelos analizan el «tipo libre de riesgo», mientras que si se tuvieran en cuenta el riesgo de crédito soberano o la posibilidad de impago el coste de la deuda pública se elevaría²⁹.

Desde un punto de vista empírico, el diferencial tipo de interés-crecimiento relevante para el análisis de la evolución de la deuda pública, según se ha definido anteriormente, ha sido positivo en las economías avanzadas maduras durante períodos más largos. El valor de $i - g$ en las economías maduras durante períodos prolongados ha oscilado en torno a un punto porcentual³⁰. También suelen registrarse valores positivos en las economías de mayor tamaño de la zona del euro (véase gráfico A). Por otra parte, se observan valores de $i - g$ negativos en las economías avanzadas durante períodos de recalentamiento o, con carácter más general, en las economías emergentes. Como se documenta en la literatura empírica³¹, los principales factores que explican la existencia de diferenciales persistentemente negativos en las economías emergentes son la represión financiera, incluso en períodos de hiperinflación, y, en cierta medida, también el efecto de la convergencia económica. Por último, el saldo primario tiene asimismo

²⁸ Véanse O. Blanchard y S. Fischer, *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, Cambridge, 1989, y Blanchard (2019), *op. cit.*

²⁹ Para un resumen de esta literatura, véase P. D'Erasmus, E. Mendoza y J. Zhang, «What is a Sustainable Public Debt?», *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2B, 2016, pp. 2557-2588.

³⁰ Véase J. Escolano, «A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates», *IMF Technical Notes and Manuals*, Washington DC, 2010. Un documento seminal de la OCDE sobre medidas de sostenibilidad de la deuda pública (Blanchard *et al.*, 1991) concluye que, aun cuando la configuración de un diferencial negativo que sea fácilmente rechazable esgrimiendo razones teóricas o empíricas sea una «curiosidad teórica [...] hay consenso general sobre que la condición de un exceso del tipo de interés sobre la tasa de crecimiento probablemente se cumple, si no siempre, al menos a medio y largo plazo» (p. 15). Véase O. Blanchard, J.-C. Chouraqui, R. Hagemann y N. Sartor, «The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question», *Economic Studies*, n.º 15, OCDE, París, 1990.

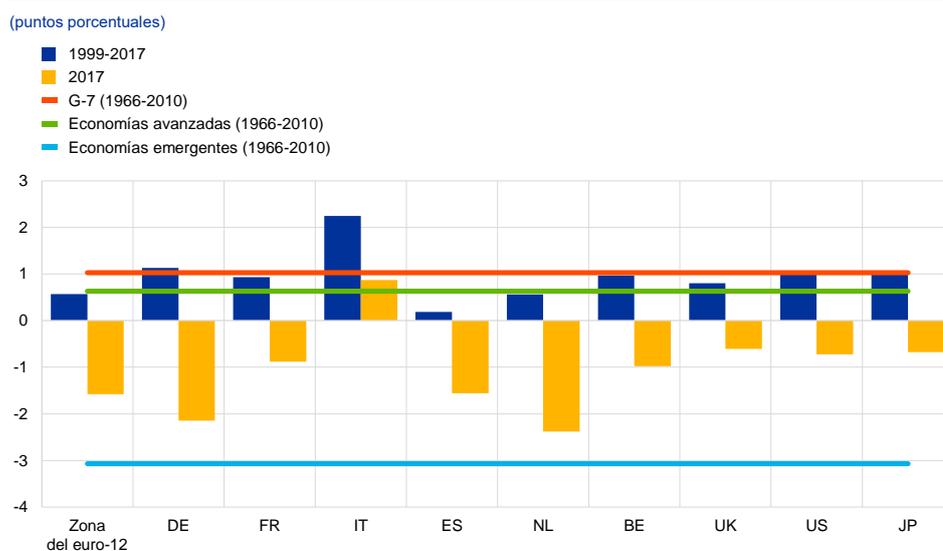
³¹ Véase, por ejemplo, J. Escolano, A. Shabunina y J. Woo, «The Puzzle of Persistently Negative Interest-Rate-Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?», *Fiscal Studies*, vol. 38(2), 2017, pp. 179-217.

una influencia importante en la evolución de la deuda. Aun cuando $i - g$ sea negativo, si los déficits primarios son lo suficientemente abultados, no se podrá estabilizar la ratio de deuda sobre el PIB. A este respecto, los superávits primarios de la mayoría de los países de la zona del euro han ayudado a que las ratios de deuda se sitúen en una trayectoria descendente³².

Además, aunque el tipo de interés ha seguido una clara tendencia a la baja desde la década de los ochenta, en cierta medida, la tasa de crecimiento del PIB también lo ha hecho. Desde la década de los ochenta en particular, los tipos de interés reales en las economías avanzadas han disminuido y, tras la crisis financiera mundial, se desplomaron a niveles excepcionalmente bajos. Esta evolución se ha asociado a menudo con un descenso de la estimación del tipo de interés natural o neutral, que, a su vez, se ha vinculado en muchos estudios a una caída del crecimiento del producto potencial³³. Por tanto, todavía queda abierta la pregunta sobre la existencia de una tendencia en el diferencial entre ambas variables y, específicamente, en el diferencial aplicable a la deuda pública.

Gráfico A

Diferencial tipo de interés-crecimiento de la deuda pública ($i - g$)



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2018 de la Comisión Europea (AMECO) para los datos de 1999-2017 (barras) y Escolano *et al.* (2017) para los datos de 1966-2010 (líneas).

Notas: El gráfico presenta la diferencia entre el tipo de interés nominal medio de la deuda pública (i) y la tasa de crecimiento del PIB nominal (g). En términos anuales, i se define como la ratio entre los pagos de intereses totales en un momento t y el *stock* de la deuda en $t-1$, promediado durante los períodos que se muestran en el gráfico. En general, las series de AMECO recogen la deuda de las Administraciones Públicas según la definición del SEC 2010 (para Estados Unidos, la deuda federal). Las líneas horizontales representan el $i - g$ medio en el período 1966-2010 (no todos los países de la muestra están disponibles para todo el período, como se explica en Escolano *et al.*, 2017). Los países que se muestran son las seis economías de mayor tamaño de la zona del euro. «Zona del euro-12» incluye a Bélgica, Alemania, Irlanda (excluyendo valores extremos en 2015 y 2016), Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los valores que se presentan en el gráfico para la zona del euro-12 representan medias simples del $i - g$ de la muestra. Los demás grupos de países son los que se indican en Escolano *et al.* (2017) y se ajustan ampliamente a las definiciones del FMI de economías avanzadas y emergentes.

³² Según las previsiones de otoño de 2018 de la Comisión Europea, el saldo primario de la zona del euro sería un superávit (+1,2 % del PIB) en 2018, frente a déficits en Estados Unidos (-2,1 % del PIB) y en Japón (-1,5 % del PIB). Las proyecciones apuntan a que todos los países de la zona del euro, salvo Francia, España y Letonia, habrían registrado un superávit primario en 2018.

³³ Véase C. Brand, M. Bielecki y A. Penalver, «The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy», *Occasional Paper Series*, n.º 217, BCE, Fráncfort del Meno, 2018.

La literatura empírica³⁴ identifica varios factores que influyen en la evolución del diferencial.

Se ha determinado que el envejecimiento de la población es un factor relevante que afecta a la disminución del tipo de interés natural, pero también a la caída del crecimiento del PIB potencial³⁵. Además, la literatura señala el «exceso de ahorro mundial» (aproximado por los superávits por cuenta corriente de las economías emergentes) y el efecto puntual de la creación de la Unión Monetaria Europea³⁶ como factores relevantes que contribuyen al descenso del $i - g$ en las economías avanzadas. Parece que las condiciones cíclicas y las políticas económicas también tienen una influencia importante. El diferencial puede aumentar rápidamente en épocas de recesión, sobre todo en los países altamente endeudados. Con carácter más general, se ha llegado a la conclusión de que las posiciones fiscales más débiles (deuda y déficits más elevados) están asociadas a un diferencial $i - g$ más alto. El cuadro A presenta las medias históricas del $i - g$ para la zona del euro-12, teniendo en cuenta las elevadas ratios de deuda pública y la situación del ciclo económico. El diferencial es más alto, en promedio, cuando la deuda pública es elevada (para el período 1999-2017: 1,7 puntos porcentuales (pp) cuando la deuda es superior o igual al 90 % del PIB, frente a 0,0 pp cuando la deuda es inferior al 90 %; para el período más largo desde 1985, los resultados son similares). Esto se explica en parte por la situación del ciclo: en fases recesivas, el $i - g$ es mucho más elevado que en épocas normales o de bonanza económica (3 pp, frente a -0,5 pp para el período 1999-2017). Sin embargo, en épocas recesivas, los países más endeudados registran diferenciales más amplios (3,8 pp, frente a 2,5 pp)³⁷.

³⁴ Véanse, por ejemplo, Escolano *et al.*, *op. cit.*, y D. Turner y F. Spinelli, «Explaining the interest-rate-growth differential underlying government debt dynamics», *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 919, OCDE, París, 2011.

³⁵ Véase el artículo titulado «[The economic impact of population ageing and pension reforms](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2018.

³⁶ Aunque la compresión de los diferenciales al inicio de la UEM redujo el $i - g$ en algunas partes de la zona del euro, las crisis financiera y de deuda soberana hicieron que el diferencial sufriera reversiones muy acusadas durante un período.

³⁷ Un análisis empírico para la muestra de la zona del euro-12 determina que la deuda pública y los déficits (contemporáneos, con un retardo de un año, medias de cinco años) son determinantes significativos del $i - g$ después de controlar por efectos fijos de brecha de producción, crecimiento de la PTF, tasa de dependencia de los mayores, crecimiento de la población, tipo de interés a corto plazo, el $i - g$ en Estados Unidos, país y año.

Cuadro A

Diferenciales tipo de interés-crecimiento medios históricos ($i - g$), teniendo en cuenta los efectos de la deuda pública y del ciclo económico

(puntos porcentuales; zona del euro-12)

	Total	Deuda pública más reducida ($< 90\%$ del PIB)	Deuda pública elevada ($\geq 90\%$ del PIB)
1985-2017	0,9	0,4	1,9
1999-2017	0,6	0,0	1,7
	Total	Épocas normales o de bonanza (brecha de producción $\geq -1,5$)	Épocas recesivas (brecha de producción $< -1,5$)
1985-2017	0,9	0,1	2,9
1999-2017	0,6	-0,5	3,0
	Total	Épocas recesivas y deuda pública más reducida (brecha de producción $< -1,5$ y deuda $< 90\%$)	Épocas recesivas y deuda pública elevada (brecha de producción $< -1,5$ y deuda $\geq 90\%$)
1985-2017	2,9	2,4	3,7
1999-2017	3,0	2,5	3,8

Fuente: Base de datos AMECO de la Comisión Europea, extrapolada para el período 1985-2017, en caso necesario, con otras fuentes.

Notas: Los diferenciales tipo de interés-crecimiento que se muestran son medias simples de los países de la zona del euro-12 (véase gráfico A) para los respectivos períodos. Deuda elevada se define como una ratio deuda pública/PIB de al menos el 90 %. Una brecha de producción de $-1,5\%$ es el umbral que separa las épocas recesivas de las normales en la matriz de flexibilidad de la CE (2015). Los resultados son similares para una muestra de 24 economías avanzadas, que incluye a los 19 países de la zona del euro, así como a Dinamarca, Suecia, Reino Unido, Estados Unidos y Japón.

En la zona del euro, el bajo nivel actual de los diferenciales tipo de interés-crecimiento de la deuda pública no debería tomarse como un incentivo para aumentar los niveles de deuda, especialmente cuando el margen fiscal es limitado. Una deuda pública elevada plantea retos económicos significativos³⁸.

Aunque el gasto público y la inversión, si son efectivos, pueden incrementar el potencial de crecimiento a medio plazo de un país y mitigar los efectos cíclicos negativos de una fase recesiva³⁹, los altos niveles actuales de deuda en muchas economías están restringiendo estos canales, en particular la capacidad para aplicar una política fiscal contracíclica en épocas de recesión. Los riesgos económicos y de las políticas, a escala tanto nacional como global, exigen medidas para limitar las vulnerabilidades de los países.

³⁸ Para un análisis de los riesgos asociados a regímenes de deuda elevada, véase el artículo titulado «Government debt reduction strategies in the euro area», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

³⁹ Para más detalles, véase el artículo titulado «The composition of public finances in the euro area», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2017.

La evaluación de 2019 de los desequilibrios macroeconómicos y de los avances en las reformas por parte de la Comisión Europea

Nick Ligthart

El 27 de febrero de 2019, la Comisión Europea publicó su evaluación anual de los desequilibrios macroeconómicos y de los avances en lo que respecta a las reformas estructurales, basada en las recomendaciones específicas por país adoptadas en julio de 2018. Esta evaluación es un elemento clave del marco del Semestre Europeo para la coordinación de las políticas económicas y presupuestarias en toda la UE. En este contexto, el procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM) proporciona un marco para evaluar desequilibrios macroeconómicos. El objetivo de este procedimiento es evitar la aparición de desequilibrios perjudiciales y que se adopten medidas para corregirlos en caso de que sean excesivos⁴⁰.

Desequilibrios macroeconómicos

A juicio de la Comisión, el número de países que presentan desequilibrios ha aumentado de once en 2018 a trece (véase cuadro A). Este año se ha considerado que tres países —Italia, Chipre y Grecia— registran «desequilibrios excesivos». Si bien Italia y Chipre ya estaban en esta categoría el año pasado, se ha incluido a Grecia por primera vez en este examen, ya que dejó de estar sujeto al programa de asistencia financiera en el verano de 2018. Sus principales retos son una deuda pública elevada, una posición de inversión internacional neta negativa, una proporción muy elevada de préstamos dudosos (NPL), una tasa de desempleo que continúa siendo alta y un bajo potencial de crecimiento. Chipre sigue afrontando problemas relacionados con los elevados niveles de préstamos dudosos y de deuda externa, privada y pública. En cuanto a Italia, la Comisión considera que los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas, así como el hecho de que los avances en las reformas en general, se hayan estancado, e incluso hayan retrocedido, están eclipsando los progresos realizados en años anteriores. Además, la Comisión cambió la clasificación de dos países en la evaluación de este año: Croacia pasó de registrar «desequilibrios excesivos» a «desequilibrios», como consecuencia, entre otros factores, de la disminución de la deuda privada, pública y externa, y Rumanía, que estaba en el grupo de los países «sin desequilibrios», pasó a presentar «desequilibrios», debido a factores como la pérdida de competitividad y el aumento de los desequilibrios por cuenta corriente.

⁴⁰ Para detectar la existencia de desequilibrios, la Comisión utiliza un conjunto estandarizado de indicadores para seleccionar los países que deben someterse a un examen exhaustivo. Estos exámenes pueden arrojar tres resultados: «sin desequilibrios», «desequilibrios» o «desequilibrios excesivos». Si la Comisión considera que existen desequilibrios, el país en cuestión recibe recomendaciones dirigidas a corregirlos. Cuando se determina que los desequilibrios son tan graves que deben considerarse «excesivos», la Comisión puede actuar formulando una recomendación al Consejo para que inicie el procedimiento de desequilibrio excesivo (PDE).

Cuadro A

Conclusiones de la Comisión Europea sobre el Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de 2019

Sin desequilibrios			Desequilibrios		Desequilibrios excesivos	Desequilibrios excesivos y aplicación del componente corrector
BE	LT	PL	BG	HR	GR	
CZ	LU	SI	DE	NL	IT	
DK	HU	SK	IE	PT	CY	
EE	MT	FI	ES	RO		
LV	AT	UK	FR	SE		

Fuente: Comisión Europea.

Notas: Los tres países resaltados en azul (Croacia, Rumanía y Grecia) son aquellos a los que la Comisión Europea ha cambiado la clasificación en el PDM en 2019. Para todos los países incluidos en el grupo «sin desequilibrios», la Comisión ya determinó que no presentaban desequilibrios en la primera fase del procedimiento (el informe sobre el mecanismo de alerta), por lo que ninguno fue sometido a un examen exhaustivo.

Pese a la persistencia de desequilibrios excesivos en algunos Estados miembros, el procedimiento de desequilibrio excesivo nunca se ha activado desde la introducción del PDM en 2012. En el marco del denominado componente corrector del PDM, el Consejo puede exigir a un Estado miembro con desequilibrios excesivos que presente un plan de medidas correctoras y, en última instancia, imponer sanciones en caso necesario. La reiterada falta de activación del procedimiento de desequilibrio excesivo podría menoscabar la credibilidad y efectividad del procedimiento en su conjunto. El gráfico A muestra que una cuarta parte de los Estados miembros de la UE han registrado desequilibrios excesivos durante varios años consecutivos, y, aunque con el tiempo algunos han logrado reducir la gravedad de los desequilibrios, la persistencia de desequilibrios excesivos en diversos países a lo largo de varios años indica que el procedimiento de desequilibrio macroeconómico debería haber facilitado en mayor medida su corrección. La aplicación de los instrumentos disponibles, incluida la activación del brazo correctivo del procedimiento en los países con desequilibrios excesivos, incrementaría la eficacia y la credibilidad del procedimiento, a lo que también se instaba de forma explícita en el Informe de los cinco presidentes de 2015⁴¹ y, más recientemente, por parte del Tribunal de Cuentas Europeo⁴².

⁴¹ J.-C. Juncker *et al.*, *Realizar la Unión Económica y Monetaria europea*, junio de 2015.

⁴² Tribunal de Cuentas Europeo, *Fiscalización del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM)*, Informe Especial n.º 3, 2018.

Gráfico A

Estados miembros de la UE que presentan desequilibrios excesivos



Fuente: Comisión Europea.

Notas: El gráfico muestra los países que la Comisión Europea considera que han registrado o registran «desequilibrios excesivos» en los años indicados. Los países sujetos a un programa de ajuste económico se incorporan automáticamente al PDM tras la finalización del programa. En 2012 no se detectaron desequilibrios excesivos en ningún país.

Los desequilibrios macroeconómicos persistentes —sean o no excesivos— dejan a los Estados miembros más expuestos a perturbaciones macroeconómicas adversas y suelen aumentar la probabilidad de que se produzcan recesiones, que con frecuencia conllevan altos costes sociales y económicos.

Aunque la UE lleva registrando siete años consecutivos de crecimiento económico, las incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo y los desequilibrios macroeconómicos plantean riesgos a la baja para la actividad económica. Por ello es importante que los países acometan reformas ambiciosas para reforzar la capacidad de resistencia de sus economías a perturbaciones adversas.

En algunos Estados miembros, los niveles de deuda, tanto pública como del sector privado, continúan en niveles históricamente elevados, lo que limita su capacidad de respuesta en caso de producirse una desaceleración o perturbaciones negativas.

El mayor crecimiento económico ha contribuido a reducir las ratios deuda/PIB en los últimos años, pero la deuda permanece en cotas muy altas en varios países. Las empresas han logrado reducir sus niveles de deuda con mayor rapidez que los hogares. Al mismo tiempo, en algunos países, el elevado endeudamiento público y privado se refleja en considerables niveles de deuda externa, lo que subraya la necesidad de asegurar la consecución de suficientes superávits por cuenta corriente.

Para facilitar el proceso de reequilibrio y evitar la aparición de nuevos desequilibrios en la competitividad en términos de costes en la UE, se ha de realizar un estrecho seguimiento de la aceleración de los costes laborales unitarios observada en algunos países.

En concreto, en los países que actualmente registran superávits por cuenta corriente y que la Comisión considera que están experimentando falta de demanda interna y escasez de mano de obra, un crecimiento de los costes laborales unitarios superior a la media de la zona del euro podría facilitar el reequilibrio entre los países de la zona. Al mismo tiempo, un

deterioro relativo de la competitividad en términos de costes en los países más vulnerables con niveles de desempleo comparativamente elevados debería ser objeto de atenta vigilancia para evitar una reversión del ajuste positivo alcanzado en los últimos años.

Avances en las reformas

Las reformas siguen siendo esenciales para abordar los desequilibrios, y los avances respecto a las recomendaciones de reforma son evaluados cada año por la Comisión. En concreto, la Comisión ha examinado la aplicación de las recomendaciones específicas por país (REP) adoptadas por el Consejo en julio de 2018. Cada recomendación proporciona orientaciones a los Estados miembros sobre un área de política específica.

Una vez más, la Comisión ha concluido que solo se han realizado avances limitados en relación con las recomendaciones de reforma. Los avances realizados se evalúan utilizando cinco categorías: «ningún avance», «avances limitados», «algunos avances», «avances importantes» y «aplicadas plenamente»⁴³. En el cuadro B se presenta un esquema de las evaluaciones llevadas a cabo este año. De las 73 recomendaciones específicas por país formuladas, ninguna se había aplicado plenamente, y solo se observaron avances importantes en relación con dos casos. En la aplicación de la inmensa mayoría (más del 90 %) de las recomendaciones de reforma, la Comisión consideró que los Estados miembros solo habían realizado algunos avances o avances limitados, en el mejor de los casos, y que no habían hecho ningún avance en relación con dos recomendaciones. Según la metodología de la Comisión, «ningún avance» significa que el Estado miembro en cuestión ni siquiera «ha anunciado de forma creíble» la adopción de medidas para seguir la recomendación. Por último, lo más preocupante es que, pese a que los países con desequilibrios excesivos son muy vulnerables, su progreso en la aplicación de reformas en el transcurso del año pasado no fue más sustancial que la media de la UE, y lo mismo sucede en los países que presentan desequilibrios. En general, los avances en las reformas fueron tan escasos como en el año anterior⁴⁴.

⁴³ «Aplicadas plenamente»: el Estado miembro ha aplicado todas las medidas necesarias para seguir adecuadamente la REP. «Avances importantes»: el Estado miembro ha adoptado medidas que están decididamente orientadas al cumplimiento de la REP y que se han aplicado en su mayoría. «Algunos avances»: el Estado miembro ha adoptado medidas que responden en parte a la REP y/o ha adoptado medidas que responden a la REP, pero aún son necesarios esfuerzos considerables para su pleno cumplimiento, dado que solo se ha aplicado un número reducido de las medidas adoptadas. «Avances limitados»: el Estado miembro ha anunciado la adopción de ciertas medidas, aunque estas solo tienen en cuenta la REP de forma limitada, y/o ha presentado actos no legislativos, sin que se les haya dado el seguimiento necesario, en términos de puesta en práctica. «Ningún avance»: el Estado miembro no ha anunciado ni adoptado de forma creíble medidas para seguir la REP.

⁴⁴ Véase el recuadro titulado «La evaluación de 2018 de los desequilibrios macroeconómicos y de los avances en las reformas efectuada por la Comisión Europea», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2018.

Cuadro B

Evaluación de la aplicación de las recomendaciones específicas por país de 2018 por parte de la Comisión Europea

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

Fuente: Comisión Europea.

Notas: En la evaluación de la REP 1* no se incluye el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que será evaluado por la Comisión en la primavera de 2019. «No evaluada» se aplica a los casos en los que la REP 1 se refiere en su mayor parte o exclusivamente al Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Los avances en la aplicación de reformas han sido desiguales, y particularmente insuficientes en las áreas de los mercados de productos y las finanzas públicas. Se ha realizado algún esfuerzo adicional en aspectos relativos al sector financiero y a los mercados de trabajo. Al mismo tiempo, la Comisión incluso ha encontrado casos en los que se ha producido un retroceso en las reformas, por ejemplo en lo que respecta a la sostenibilidad de las finanzas públicas (incluidas las pensiones) en el largo plazo.

Es esencial acometer más reformas para mejorar el entorno de inversión, con el fin de estimular inversiones adecuadamente orientadas que aumenten la productividad, el crecimiento potencial y la capacidad de resistencia. La Comisión considera que las mayores barreras a la inversión son la baja calidad de las instituciones y la carga regulatoria. La creación de un entorno favorable a la inversión ayudará a aumentar las inversiones enfocadas en la productividad y el crecimiento, que son fundamentales en este momento del ciclo económico. A su vez, la inversión debe estar bien orientada para que sea tan efectiva como sea posible. Aunque la mayoría de los países de la UE necesitan invertir en educación, investigación, desarrollo e innovación, es importante que la inversión se destine a los sectores que más contribuirán a incrementar el crecimiento de la productividad y la competitividad. A tal fin, la Comisión ha dado un paso positivo añadiendo un nuevo anexo a los informes por países en el que se identifican necesidades de inversión y cuellos de botella específicos de los distintos países, y que también pretende acompañar mejor el uso de los fondos de la UE con el análisis realizado en el Semestre Europeo.

Artículo

1 Balance del programa de compra de activos del Eurosistema tras el final de las compras netas de activos

Felix Hammermann, Kieran Leonard, Stefano Nardelli y Julian von Landesberger

En este artículo se analizan la ejecución y los efectos de las compras tras la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en diciembre de 2018 de poner fin a las compras netas de activos en el contexto del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) del Eurosistema. El APP ha demostrado ser un instrumento adaptable y eficaz para relajar las condiciones monetarias y financieras, impulsar la recuperación económica, contrarrestar las presiones desinflacionistas y anclar las expectativas de inflación, respaldando así un ajuste sostenido de la senda de inflación hacia la estabilidad de precios. Este programa ha formado parte de un conjunto de medidas de política monetaria que, junto con los tipos de interés negativos de la facilidad de depósito, la política de forward guidance del BCE y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), han generado sinergias que han aumentado la eficacia de cada uno de los elementos que integran el paquete de medidas. Desde el punto de vista de la implementación, el Eurosistema garantizó una ejecución fluida y flexible de las compras de activos tratando de respetar el principio de neutralidad de mercado y de mitigar efectos colaterales no deseados sobre el funcionamiento del mercado.

Aunque las compras netas de activos han finalizado, el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo se seguirá reinvertiendo, ya que las reinversiones, junto con una política de forward guidance reforzada, proporcionan el grado de acomodación monetaria que el Consejo de Gobierno considera necesario para que continúe la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

Introducción

El APP forma parte de un conjunto de medidas de política monetaria introducido a mediados de 2014 con el fin de apoyar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y de proporcionar el grado de acomodación de la política monetaria necesario para asegurar la estabilidad de precios. El margen para realizar recortes adicionales de los tipos de interés pasó a ser muy limitado después de que, a raíz de las crisis financiera y de deuda soberana, las condiciones monetarias se relajaran a través de la reducción de los tipos de interés oficiales y de la adopción de medidas sin precedentes para mejorar la transmisión de la política monetaria. El APP, junto con los tipos de interés negativos de la facilidad de depósito, la política de *forward guidance* y las TLTRO, ha contribuido a que el BCE cumpla su objetivo de estabilidad de precios. El APP está integrado por el tercer programa de

adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés, puesto en marcha el 20 de octubre de 2014), el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, por sus siglas en inglés, introducido el 21 de noviembre de 2014), el programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés, iniciado el 9 de marzo de 2015) y el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés, que comenzó el 8 de junio de 2016). Las compras netas de activos en el marco del APP se llevaron a cabo hasta finales de diciembre de 2018, por un importe total de 2,6 billones de euros. La imagen de la cartera del APP en diciembre de 2018 muestra que la mayor proporción de las adquisiciones correspondió al PSPP, que representó el 82 % de las compras netas totales, seguido del CSPP3 (10 %), el CSPP (7 %) y el ABSPP (1 %). Actualmente, el tamaño de la cartera del APP se mantiene estable mediante la reinversión del principal de los valores que van venciendo.

Perspectivas

La decisión que adoptó el Consejo de Gobierno en diciembre de 2018 de poner fin a las compras netas de activos estuvo acompañada de la decisión de seguir reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que fueran venciendo y de mejorar la política de *forward guidance* sobre los tipos de interés oficiales y las reinversiones. En diciembre de 2018, el Consejo de Gobierno pasó de centrar la atención en las compras netas de activos a poner el foco en los tipos de interés oficiales como nuevo instrumento principal de la política monetaria. En cuanto al primer elemento fundamental de su política de *forward guidance*, y de forma similar a la estructura adoptada durante el período de las compras netas de activos, las indicaciones sobre los tipos de interés proporcionadas por el Consejo de Gobierno desde diciembre de 2018 incorporan un componente temporal (es decir, se espera que los tipos de interés oficiales del BCE «sigan en sus niveles actuales hasta al menos durante el verano de 2019») y otro coyuntural que vincula la evolución de los tipos de interés oficiales al objetivo de estabilidad de precios («y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo»). El segundo elemento fundamental de la política de *forward guidance* vincula el horizonte de reinversión directamente al principal instrumento de la política monetaria. En consecuencia, el Consejo de Gobierno actualmente señala su intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que se eleven los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

Durante la fase de reinversión, el Eurosistema seguirá ajustándose al principio de neutralidad de mercado mediante una actuación fluida y flexible. A tal fin, las amortizaciones del principal se reinvertirán para permitir una presencia estable y equilibrada en el mercado. En 2019, las amortizaciones del APP ascenderán a 203 mm de euros, lo que implica unas reinversiones mensuales de casi 17 mm de euros, en promedio. Durante el horizonte de reinversión, es posible que, por razones

operativas, se produzcan algunas desviaciones temporales en el tamaño y la composición del APP. Cualquier ajuste de la asignación de la cartera entre jurisdicciones será gradual y se calibrará según corresponda para mantener el funcionamiento ordenado del mercado.

En conjunto, el APP ha contribuido a que el BCE cumpla su mandato de estabilidad de precios, por lo que se ha convertido en un instrumento eficaz del conjunto de herramientas de política monetaria del banco central. Junto con las otras medidas de política monetaria adoptadas desde mediados de 2014, este programa ha demostrado ser un instrumento de política monetaria adaptable y eficaz, y ha ayudado al BCE en el cumplimiento de su mandato.

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

© Banco Central Europeo, 2019

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

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 6 de marzo de 2019.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-19-002-ES-N (edición electrónica)

Estadísticas

Índice

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

Información adicional

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

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre períodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro ²⁾ (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	3,2	1,6	1,8	0,6	6,7	2,0	4,5	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,2	1,8	1,9	6,8	2,4	9,1	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	.	3,0	1,4	0,7	6,6	.	10,4	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 I TR	0,9	0,5	0,1	-0,2	1,5	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
II TR	1,0	1,0	0,4	0,6	1,7	0,4	2,6	2,0	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
III TR	0,8	0,8	0,6	-0,7	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
IV TR	.	0,6	0,2	0,3	1,5	0,2	2,7	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2018 Sep	-	-	-	-	-	-	2,9	2,3	2,3	2,4	1,2	2,5	2,1
Oct	-	-	-	-	-	-	3,1	2,3	2,5	2,4	1,4	2,5	2,3
Nov	-	-	-	-	-	-	2,7	2,2	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
Dic	-	-	-	-	-	-	2,4	2,2	1,9	2,1	0,3	1,9	1,5
2019 Ene	-	-	-	-	-	-	.	.	1,6	1,8	0,2	1,7	1,4
Feb ³⁾	-	-	-	-	-	-	1,5

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)							Importaciones de mercancías ¹⁾					
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global ²⁾			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes	
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,2	1,4	1,0	
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,6	3,1	7,3	
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,1	2,9	4,9	
2018 I TR	53,5	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,7	53,5	52,3	1,3	0,6	1,7	
II TR	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,1	54,2	50,3	0,0	-0,8	0,4	
III TR	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	2,0	0,8	2,7	
IV TR	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-1,6	1,2	-3,3	
2018 Sep	52,4	53,9	54,1	50,7	52,1	54,1	52,2	52,5	49,5	2,0	0,8	2,7	
Oct	53,0	54,9	52,1	52,5	50,5	53,1	51,8	53,3	50,0	1,6	1,5	1,6	
Nov	53,3	54,7	50,8	52,4	51,9	52,7	52,0	53,8	49,8	0,2	1,3	-0,5	
Dic	53,1	54,4	51,4	52,0	52,2	51,1	52,1	53,4	50,0	-1,6	1,2	-3,3	
2019 Ene	52,4	54,4	50,3	50,9	50,9	51,0	50,9	53,0	49,6	.	.	.	
Feb	52,8	55,5	51,5	50,7	50,7	51,9	51,0	53,4	49,6	.	.	.	

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

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

2) Excluida la zona del euro.

2 Evolución financiera

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

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2018 Ago	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-0,04
Sep	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,35	-0,04
Oct	-0,37	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,46	-0,08
Nov	-0,36	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,65	-0,10
Dic	-0,36	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,79	-0,10
2019 Ene	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,12	2,77	-0,08
Feb	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08

Fuente: BCE.

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

2.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro ^{1), 2)}					Zona del euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2018 Ago	-0,63	-0,67	-0,63	-0,23	0,37	1,04	0,41	0,71	-0,68	-0,46	0,50	1,28
Sep	-0,62	-0,63	-0,55	-0,09	0,51	1,14	0,49	0,77	-0,59	-0,31	0,68	1,36
Oct	-0,75	-0,73	-0,63	-0,17	0,43	1,17	0,48	0,67	-0,66	-0,37	0,60	1,31
Nov	-0,67	-0,70	-0,64	-0,23	0,37	1,06	0,30	0,57	-0,68	-0,45	0,50	1,28
Dic	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 Ene	-0,58	-0,60	-0,58	-0,32	0,19	0,79	0,08	0,45	-0,61	-0,50	0,24	1,00
Feb	-0,57	-0,57	-0,54	-0,28	0,23	0,80	0,17	0,49	-0,56	-0,44	0,27	1,06

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
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2018 Ago	382,5	3.436,8	785,2	273,0	711,6	357,5	167,9	653,3	529,4	282,1	288,7	834,2	2.857,8	22.494,1
Sep	376,4	3.365,2	779,9	265,1	692,5	356,4	168,0	649,7	511,7	278,1	274,6	807,2	2.901,5	23.159,3
Oct	359,0	3.244,5	733,7	253,2	657,3	349,6	160,1	607,6	483,0	269,0	277,7	783,7	2.785,5	22.690,8
Nov	351,3	3.186,4	692,3	258,1	649,3	328,6	157,2	589,4	459,6	277,1	293,9	757,5	2.723,2	21.967,9
Dic	335,2	3.057,8	646,7	247,8	624,8	311,8	146,9	556,0	441,5	283,5	296,3	719,4	2.567,3	21.032,4
2019 Ene	340,5	3.088,7	662,2	252,1	630,4	315,4	150,2	570,3	448,1	293,2	288,0	718,3	2.607,4	20.460,5
Feb	355,0	3.223,1	699,4	266,4	667,5	329,9	152,9	598,9	480,6	301,7	285,8	743,0	2.754,9	21.123,6

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	
2018 Feb	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,88	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84
Mar	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,89	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,85	1,95	1,91	2,15	1,84
Abr	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,87	4,94	5,67	6,14	2,37	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83
May	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,89	4,82	5,88	6,39	2,39	1,58	1,85	1,97	1,90	2,13	1,83
Jun	0,03	0,46	0,33	0,63	6,05	16,84	4,50	5,64	6,11	2,31	1,60	1,81	1,97	1,88	2,12	1,82
Jul	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,84	5,75	6,22	2,41	1,63	1,83	1,93	1,85	2,12	1,81
Ago	0,03	0,45	0,30	0,63	6,02	16,78	5,42	5,88	6,41	2,39	1,63	1,82	1,92	1,85	2,12	1,81
Sep	0,03	0,45	0,30	0,69	6,05	16,71	5,28	5,74	6,27	2,38	1,60	1,81	1,91	1,85	2,09	1,79
Oct	0,03	0,45	0,29	0,73	5,98	16,73	5,04	5,71	6,23	2,46	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
Nov	0,03	0,44	0,29	0,72	5,94	16,54	4,92	5,68	6,18	2,38	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
Dic	0,03	0,43	0,30	0,77	5,87	16,55	4,91	5,47	5,98	2,30	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019 Ene ^(p)	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,30	5,82	6,33	2,37	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82

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	
2018 Feb	0,04	0,09	0,43	2,36	2,37	2,49	2,33	1,66	1,63	1,74	1,18	1,35	1,64	1,71
Mar	0,04	0,08	0,40	2,33	2,41	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
Abr	0,04	0,06	0,32	2,32	2,37	2,42	2,33	1,67	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,71
May	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,38	1,65	1,61	1,74	1,07	1,22	1,65	1,62
Jun	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,71	1,21	1,33	1,70	1,68
Jul	0,03	0,08	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,30	1,66	1,64
Ago	0,03	0,08	0,60	2,25	2,21	2,42	2,35	1,66	1,63	1,74	1,10	1,27	1,69	1,64
Sep	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,34	2,32	1,65	1,55	1,69	1,12	1,40	1,69	1,65
Oct	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,34	1,65	1,60	1,70	1,23	1,10	1,66	1,64
Nov	0,03	0,07	0,63	2,19	2,20	2,40	2,34	1,66	1,60	1,69	1,20	1,35	1,69	1,66
Dic	0,03	0,07	0,53	2,18	2,21	2,28	2,26	1,61	1,59	1,69	1,21	1,39	1,59	1,64
2019 Ene ^(p)	0,03	0,07	0,56	2,22	2,15	2,39	2,32	1,68	1,61	1,73	1,13	1,30	1,61	1,63

Fuente: BCE.

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

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

2 Evolución financiera

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no finan- cieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas
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	1.241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 Jul	1.313	526	178	.	96	453	60	436	191	77	.	48	79	42
Ago	1.311	525	178	.	95	447	65	408	201	61	.	31	82	33
Sep	1.295	531	179	.	89	444	52	378	164	73	.	42	72	28
Oct	1.280	525	171	.	92	439	54	411	184	66	.	46	77	38
Nov	1.270	518	166	.	89	445	52	353	154	57	.	36	74	31
Dic	1.200	499	159	.	72	424	47	267	109	53	.	36	44	26
Largo plazo														
2015	15.250	3.786	3.270	.	1.075	6.481	637	216	68	46	.	14	80	9
2016	15.380	3.695	3.234	.	1.126	6.684	641	220	62	54	.	18	78	8
2017	15.362	3.560	3.109	.	1.185	6.865	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 Jul	15.555	3.570	3.158	.	1.203	7.003	621	220	54	55	.	16	87	8
Ago	15.564	3.578	3.167	.	1.186	7.010	622	131	50	38	.	2	38	3
Sep	15.683	3.616	3.183	.	1.206	7.055	623	254	79	60	.	29	82	4
Oct	15.719	3.672	3.188	.	1.205	7.026	628	215	60	61	.	14	69	10
Nov	15.802	3.697	3.215	.	1.208	7.054	629	223	67	70	.	8	72	7
Dic	15.747	3.694	3.194	.	1.212	7.020	626	175	60	74	.	14	24	3

Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Socie- dades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas				
Saldo vivo											
2015	16.518,8	4.303,2	3.417,2	.	1.137,0	6.958,9	702,4	6.814,4	584,3	968,3	5.261,9
2016	16.621,2	4.213,3	3.369,3	.	1.185,3	7.149,9	703,5	7.089,5	537,6	1.080,2	5.471,6
2017	16.602,8	4.079,7	3.264,5	.	1.255,2	7.303,6	699,8	7.954,7	612,5	1.249,4	6.092,8
2018 Jul	16.867,9	4.095,9	3.335,9	.	1.299,3	7.455,8	681,0	8.168,5	576,1	1.293,6	6.298,8
Ago	16.874,8	4.102,8	3.345,2	.	1.281,6	7.457,7	687,5	8.019,9	521,1	1.282,5	6.216,3
Sep	16.978,4	4.147,2	3.361,8	.	1.295,4	7.499,3	674,8	7.955,7	543,5	1.293,9	6.118,4
Oct	16.999,6	4.197,4	3.358,4	.	1.296,9	7.464,9	682,0	7.546,6	515,4	1.201,8	5.829,4
Nov	17.072,6	4.214,6	3.381,3	.	1.296,7	7.499,0	681,0	7.475,0	512,1	1.179,2	5.783,6
Dic	16.947,3	4.192,7	3.353,5	.	1.283,7	7.444,7	672,7	7.030,7	465,1	1.099,0	5.466,6
Tasa de crecimiento											
2015	0,2	-7,0	5,8	.	4,1	1,8	0,6	1,1	4,2	1,8	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,5	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	-0,2	.	6,1	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018 Jul	1,2	-0,8	0,6	.	5,0	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6
Ago	1,4	-0,2	1,2	.	4,2	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5
Sep	1,8	0,9	1,3	.	5,1	2,4	-3,7	1,1	0,5	3,9	0,5
Oct	1,9	0,9	2,0	.	4,9	2,4	-3,1	1,0	0,5	3,1	0,6
Nov	2,0	1,3	2,5	.	3,7	2,4	-3,6	0,9	0,4	2,9	0,5
Dic	1,7	1,7	1,6	.	3,4	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

2.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM reales ²⁾	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94,4	89,4	90,9	85,1	79,4	89,1	109,7	88,7
2017	96,6	91,3	92,0	86,0	78,8	89,9	112,0	89,9
2018	98,9	93,3	93,5	.	.	.	117,9	93,7
2018 I TR	99,6	93,9	94,4	88,2	80,1	91,8	117,0	93,3
II TR	98,4	92,9	93,2	87,3	78,8	90,6	117,0	93,2
III TR	99,2	93,5	93,5	87,8	79,5	91,4	119,2	94,6
IV TR	98,5	92,8	93,0	.	.	.	118,4	93,6
2018 Sep	99,5	93,7	93,7	-	-	-	120,4	95,4
Oct	98,9	93,2	93,3	-	-	-	119,0	94,2
Nov	98,3	92,7	92,8	-	-	-	117,9	93,4
Dic	98,4	92,6	93,0	-	-	-	118,0	93,2
2019 Ene	97,8	92,0	92,5	-	-	-	117,3	92,5
Feb	97,4	91,5	92,2	-	-	-	116,6	91,8
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2019 Feb	-0,4	-0,5	-0,4	-	-	-	-0,6	-0,8
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2019 Feb	-2,2	-2,4	-2,4	-	-	-	-0,6	-1,8

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	Esloti polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 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
II TR	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
III TR	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
IV TR	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2018 Sep	7,993	7,429	25,614	7,458	324,818	130,535	4,301	0,893	4,6471	10,443	1,129	1,166
Oct	7,948	7,425	25,819	7,460	323,843	129,617	4,305	0,883	4,6658	10,384	1,141	1,148
Nov	7,888	7,428	25,935	7,461	322,330	128,789	4,302	0,881	4,6610	10,292	1,138	1,137
Dic	7,840	7,404	25,835	7,465	322,738	127,878	4,290	0,898	4,6536	10,277	1,129	1,138
2019 Ene	7,750	7,429	25,650	7,466	319,800	124,341	4,292	0,886	4,7062	10,269	1,130	1,142
Feb	7,649	7,415	25,726	7,463	317,908	125,280	4,318	0,873	4,7486	10,499	1,137	1,135
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2019 Feb	-1,3	-0,2	0,3	0,0	-0,6	0,8	0,6	-1,5	0,9	2,2	0,6	-0,6
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2019 Feb	-2,0	-0,3	1,6	0,2	2,0	-6,0	3,7	-1,3	2,0	5,6	-1,5	-8,1

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Total ¹⁾			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 IV TR	24.840,3	25.526,8	-686,5	10.675,3	8.735,2	8.550,4	10.967,5	-55,7	5.000,6	5.824,1	669,7	13.890,4
2018 I TR	24.898,2	25.761,3	-863,1	10.643,9	8.825,8	8.532,1	10.933,7	-75,8	5.124,8	6.001,8	673,2	14.134,5
II TR	25.526,6	26.196,4	-669,8	10.828,6	8.922,0	8.743,6	11.010,0	-83,1	5.347,4	6.264,4	690,0	14.369,5
III TR	25.832,2	26.425,6	-593,5	10.939,9	9.011,5	8.883,2	11.099,3	-61,4	5.396,5	6.314,8	673,9	14.450,1
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2018 III TR	224,8	230,0	-5,2	95,2	78,4	77,3	96,6	-0,5	47,0	55,0	5,9	125,8
Transacciones												
2018 I TR	440,6	319,3	121,3	62,7	-77,8	192,3	196,5	3,1	171,1	200,7	11,4	-
II TR	167,7	105,1	62,6	-2,2	-29,7	-1,9	-41,4	38,0	127,3	176,2	6,6	-
III TR	174,1	81,3	92,8	49,1	28,9	41,0	6,3	33,3	49,5	46,1	1,2	-
IV TR	-309,8	-428,1	118,2	-108,2	-219,7	-124,6	-123,0	17,9	-100,6	-85,3	5,7	-
2018 Jul	143,0	140,1	2,9	43,1	36,9	20,9	13,4	12,8	70,6	89,8	-4,4	-
Ago	31,6	1,5	30,1	-2,4	8,8	29,0	-42,3	14,1	-12,4	35,1	3,3	-
Sep	-0,5	-60,4	59,9	8,4	-16,8	-8,8	35,2	6,4	-8,7	-78,7	2,2	-
Oct	91,7	74,3	17,4	68,3	-2,7	-30,8	-17,5	1,7	53,2	94,5	-0,7	-
Nov	-101,6	-126,4	24,8	-105,9	-97,4	-45,3	-34,0	9,9	36,5	5,0	3,2	-
Dic	-299,9	-376,0	76,0	-70,6	-119,7	-48,5	-71,5	6,3	-190,3	-184,8	3,2	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2018 Dic	472,6	77,6	395,0	1,3	-298,3	106,8	38,3	92,4	247,3	337,6	24,8	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2018 Dic	4,1	0,7	3,4	0,0	-2,6	0,9	0,3	0,8	2,2	2,9	0,2	-

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	10.534,3	10.060,1	5.743,1	2.172,5	2.110,8	1.014,6	640,4	449,7	33,6	474,3	4.866,6	4.392,3
2016	10.827,7	10.349,6	5.877,4	2.223,3	2.210,8	1.053,2	679,3	472,3	38,2	478,0	4.942,9	4.464,9
2017	11.206,0	10.682,9	6.058,2	2.279,5	2.302,8	1.121,6	716,3	459,2	42,4	523,0	5.295,5	4.772,5
2017 IV TR	2.844,1	2.702,4	1.530,7	576,0	588,2	287,1	185,4	114,3	7,5	141,7	1.361,5	1.219,8
2018 I TR	2.865,2	2.725,4	1.543,7	578,3	592,1	291,3	184,1	115,3	11,3	139,8	1.357,4	1.217,7
II TR	2.889,4	2.757,3	1.553,4	585,7	604,4	297,9	188,8	116,4	13,8	132,1	1.379,2	1.247,1
III TR	2.904,4	2.788,1	1.562,3	587,7	615,0	302,0	192,9	118,8	23,1	116,2	1.392,3	1.276,0
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2017	100,0	95,3	54,1	20,3	20,5	10,0	6,4	4,1	0,4	4,7	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2018 I TR	0,4	0,5	0,5	0,0	0,1	0,6	-0,8	0,4	-	-	-0,7	-0,6
II TR	0,4	0,5	0,2	0,4	1,6	1,3	2,4	0,7	-	-	1,2	1,3
III TR	0,2	0,6	0,1	0,3	0,7	0,2	1,3	1,1	-	-	0,1	1,0
IV TR	0,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>tasas de variación interanual</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	0,4	5,6	15,6	-	-	6,6	7,7
2016	2,0	2,4	2,0	1,8	4,0	2,7	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2
2017	2,4	1,7	1,6	1,2	2,6	3,9	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2018 I TR	2,4	1,8	1,7	1,0	3,4	3,4	5,4	0,6	-	-	3,8	2,7
II TR	2,2	1,5	1,4	1,1	2,9	4,0	6,1	-4,3	-	-	4,0	2,7
III TR	1,6	1,9	1,0	0,9	3,7	2,2	5,8	4,2	-	-	2,8	3,6
IV TR	1,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2018 I TR	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-	-
II TR	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
III TR	0,2	0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3	-0,4	-	-
IV TR	0,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	1,0	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2016	2,0	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,4	-	-
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
2018 I TR	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,6	-	-
II TR	2,2	1,5	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-
III TR	1,6	1,8	0,6	0,2	0,8	0,2	0,4	0,2	0,3	-0,2	-	-
IV TR	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3 Actividad económica

3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2015	9.461,6	159,5	1.901,2	468,0	1.784,9	433,4	470,2	1.078,0	1.031,0	1.805,1	330,3	1.072,6
2016	9.715,8	158,6	1.962,6	486,8	1.836,0	452,7	464,1	1.098,7	1.069,2	1.849,8	337,4	1.111,7
2017	10.048,5	171,3	2.032,8	512,8	1.916,8	469,4	455,8	1.129,7	1.118,5	1.897,1	344,4	1.157,3
2017 IV TR	2.551,4	43,7	519,9	131,5	486,4	119,1	114,0	285,3	284,9	479,7	86,9	292,8
2018 I TR	2.568,6	43,1	518,5	134,3	490,0	120,9	114,3	287,5	289,3	483,2	87,7	296,5
II TR	2.589,8	42,9	520,7	137,1	494,1	122,7	114,2	289,5	292,5	488,4	87,8	299,8
III TR	2.603,3	43,4	521,9	139,6	495,8	123,8	115,0	291,2	294,2	490,0	88,2	301,9
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,1	4,7	4,5	11,2	11,1	18,9	3,4	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2017 IV TR	0,7	0,8	1,3	1,2	0,7	0,3	0,3	0,2	0,8	0,3	0,2	0,6
2018 I TR	0,4	0,7	-0,7	0,8	0,8	1,7	-0,4	0,6	1,1	0,3	0,1	0,3
II TR	0,4	-0,5	0,3	1,2	0,5	1,3	0,6	0,1	0,7	0,2	0,0	0,6
III TR	0,2	-0,6	0,0	0,6	0,1	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1
<i>tasas de variación interanual</i>												
2015	1,9	-0,2	3,6	0,8	2,2	3,6	0,0	0,7	3,0	0,8	1,2	3,5
2016	1,9	-1,4	3,4	1,5	1,7	3,9	0,6	0,3	2,5	1,3	1,0	2,7
2017	2,4	0,7	3,1	3,2	3,1	4,3	-0,6	1,1	4,0	1,1	0,9	2,4
2017 IV TR	2,8	2,5	3,9	4,3	3,4	3,7	0,0	1,3	4,4	1,2	1,0	2,1
2018 I TR	2,5	1,8	3,1	3,8	2,9	4,8	0,0	1,5	3,5	1,4	1,2	1,6
II TR	2,2	1,3	2,4	3,8	2,6	5,1	0,5	1,2	3,3	1,2	0,7	1,8
III TR	1,6	0,4	0,9	3,8	2,1	4,3	1,0	1,2	2,6	1,0	0,5	1,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2017 IV TR	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2018 I TR	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
II TR	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III TR	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,9	0,0	0,7	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2017 IV TR	2,8	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	-
2018 I TR	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
II TR	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
III TR	1,6	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Actividad económica

3.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,2	7,0
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
2018	100,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>tasas de variación interanual</i>													
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,4	0,8	0,4	1,7	3,0	-0,2	1,9	2,7	1,4	0,7
2017	1,6	2,0	-0,5	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,5	3,1	1,3	1,4
2018	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 I TR	1,5	1,9	-0,8	-0,8	1,6	2,1	1,5	2,6	-0,9	1,5	3,1	1,2	0,5
II TR	1,5	1,8	-0,4	-0,4	1,6	2,6	1,3	2,6	-0,8	1,5	3,0	1,2	0,8
III TR	1,3	1,6	-0,3	0,3	1,2	2,5	1,3	3,4	-1,2	0,9	2,5	1,1	-0,8
IV TR	1,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	80,6	19,4	4,3	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>tasas de variación interanual</i>													
2015	1,2	1,4	0,1	-0,5	0,5	0,6	1,1	2,7	-0,2	1,4	3,0	1,2	1,1
2016	1,5	1,9	-0,3	-0,3	0,9	0,7	1,7	2,8	0,2	2,3	2,9	1,4	0,8
2017	1,4	1,9	-0,8	-1,0	1,2	1,9	1,4	3,0	-1,7	2,1	3,0	1,1	0,8
2017 IV TR	1,8	2,4	-0,6	-0,6	2,0	3,6	1,5	3,1	-1,8	3,5	3,7	1,3	0,7
2018 I TR	1,4	2,0	-0,9	-1,0	1,7	2,4	1,2	2,3	-1,0	2,9	3,2	1,2	0,2
II TR	1,7	2,2	-0,5	0,4	1,8	2,7	1,1	3,0	-0,4	1,4	3,6	1,4	0,7
III TR	1,6	2,0	-0,2	0,5	1,7	3,4	1,3	3,7	-1,0	1,2	3,2	1,1	0,2
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,5
2016	0,1	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1
2017	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,5	0,5	-0,1	-0,2	-0,6
2017 IV TR	0,2	0,4	0,1	0,6	0,7	1,1	0,0	0,0	-0,3	1,9	0,2	0,1	-0,5
2018 I TR	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,0	1,3	0,1	-0,1	-0,3
II TR	0,2	0,4	-0,1	0,8	0,3	0,1	-0,2	0,4	0,4	-0,1	0,6	0,2	-0,1
III TR	0,3	0,5	0,1	0,2	0,4	0,8	0,0	0,3	0,2	0,3	0,7	0,0	1,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Actividad económica

3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones 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			
2016	162,028	4,3	16,254	10,0	5,0	13,291	9,0	2,963	20,9	8,482	9,7	7,772	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,765	9,1	4,4	12,098	8,1	2,667	18,8	7,639	8,7	7,126	9,5	1,9
2018	.	.	13,393	8,2	.	10,957	7,3	2,436	17,0	6,902	7,9	6,491	8,6	2,1
2018 I TR	162,591	4,0	13,941	8,5	4,2	11,436	7,7	2,505	17,6	7,193	8,2	6,748	8,9	2,1
II TR	163,180	3,9	13,495	8,3	3,9	11,061	7,4	2,433	17,0	6,954	7,9	6,541	8,7	2,1
III TR	163,709	3,6	13,156	8,1	3,6	10,750	7,2	2,407	16,8	6,800	7,7	6,356	8,4	2,1
IV TR	.	.	12,979	7,9	.	10,581	7,1	2,398	16,6	6,659	7,6	6,320	8,3	2,3
2018 Ago	-	-	13,121	8,0	-	10,717	7,2	2,404	16,8	6,782	7,7	6,338	8,4	-
Sep	-	-	13,108	8,0	-	10,695	7,2	2,414	16,8	6,779	7,7	6,329	8,4	-
Oct	-	-	13,102	8,0	-	10,672	7,1	2,430	16,9	6,739	7,7	6,363	8,4	-
Nov	-	-	12,965	7,9	-	10,583	7,1	2,382	16,5	6,661	7,6	6,304	8,3	-
Dic	-	-	12,871	7,8	-	10,489	7,0	2,382	16,5	6,578	7,5	6,292	8,3	-
2019 Ene	-	-	12,848	7,8	-	10,465	7,0	2,383	16,5	6,568	7,5	6,279	8,2	-

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 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
tasas de variación interanual													
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,6	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,5	1,1	3,0	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,7
2018	1,0	1,3	0,6	2,1	1,3	-1,5	2,2	2,5	1,5	1,3	1,8	0,6	0,8
2018 I TR	3,1	3,4	3,1	4,4	2,4	0,6	2,5	6,6	1,7	1,6	1,8	0,1	5,3
II TR	2,4	2,8	1,8	4,6	2,0	-1,9	2,7	3,8	1,7	1,2	2,3	0,8	3,2
III TR	0,7	0,9	-0,2	1,9	1,0	-1,2	2,2	1,5	1,2	1,0	1,4	-0,1	3,4
IV TR	-1,9	-1,7	-2,3	-2,0	-0,3	-3,6	1,4	-1,7	1,5	1,3	1,7	1,4	-9,4
2018 Ago	1,1	1,4	-0,2	1,8	3,1	-1,0	0,9	2,4	2,3	1,8	2,7	-0,3	30,9
Sep	0,6	0,9	-0,4	2,2	0,6	-1,4	3,6	0,4	0,3	0,1	0,5	0,7	-21,2
Oct	1,3	1,6	0,0	3,7	0,8	-2,6	0,8	-0,2	2,5	2,4	3,0	1,1	-11,8
Nov	-3,0	-2,9	-3,1	-4,4	0,4	-4,0	1,1	1,0	1,9	0,8	2,4	1,7	-8,9
Dic	-4,2	-4,0	-4,0	-5,5	-2,2	-4,2	0,7	-5,7	0,3	0,7	-0,1	1,4	-7,5
2019 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	2,2	1,7	4,3	-2,5
tasas de variación intermensual (d.)													
2018 Ago	1,2	1,2	0,4	1,9	2,0	1,5	0,7	2,8	0,4	0,4	0,6	-0,5	21,9
Sep	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-2,0	2,0	-1,1	-0,4	-0,4	-0,6	0,8	-37,1
Oct	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	-1,0	-1,4	0,1	0,7	0,7	0,6	0,5	9,1
Nov	-1,7	-1,7	-1,2	-2,7	-0,5	0,2	0,3	2,2	0,8	-0,3	1,5	0,4	6,7
Dic	-0,9	-1,0	0,0	-1,5	-1,5	-0,4	-0,4	-4,3	-1,4	-0,1	-2,4	0,1	2,5
2019 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	1,3	0,6	1,7	1,6	4,8

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

3 Actividad económica

3.6 Encuestas de opinión (datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)								Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de producción
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	99,2	-5,3	80,7	-12,3	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,6	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-6,0	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-5,5	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 I TR	113,2	8,9	84,1	-4,2	4,5	3,0	16,8	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
II TR	111,8	7,8	83,9	-5,2	5,5	0,5	15,1	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
III TR	110,9	5,9	83,7	-5,6	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
IV TR	108,9	3,6	83,6	-6,9	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2018 Sep	110,4	5,5	-	-6,2	8,3	2,7	15,2	-	53,2	52,7	54,7	54,1
Oct	109,7	4,2	83,6	-5,9	8,0	-0,5	14,0	90,1	52,0	51,3	53,7	53,1
Nov	109,5	4,4	-	-6,6	8,3	-0,2	14,0	-	51,8	50,7	53,4	52,7
Dic	107,4	2,3	-	-8,3	7,3	-0,1	12,2	-	51,4	51,0	51,2	51,1
2019 Ene	106,3	0,6	83,6	-7,9	8,4	-2,1	11,0	90,7	50,5	50,5	51,2	51,0
Feb	106,1	-0,4	-	-7,4	6,4	-1,6	12,1	-	49,3	49,4	52,8	51,9

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta) ¹⁾	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada)			Tasas de variación interanual				Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	12,4	94,0	1,6	2,0	1,2	3,2	2,0	34,7	6,2	138,8	5,0	7,8	2,9
2016	12,3	94,2	1,8	2,0	6,2	3,4	2,8	35,2	7,7	139,0	4,9	6,2	2,9
2017	11,8	94,1	1,2	1,9	6,9	4,0	4,1	34,7	6,9	137,0	3,4	5,0	2,0
2017 IV TR	11,8	94,1	1,5	1,9	6,4	4,0	4,1	34,7	6,9	137,0	3,4	1,4	2,0
2018 I TR	11,8	93,8	1,8	1,9	5,7	3,6	4,5	34,8	7,0	136,8	3,0	0,0	1,6
II TR	12,0	93,8	1,9	1,9	8,4	3,8	4,6	34,9	6,9	137,6	3,1	1,0	1,7
III TR	12,1	93,7	1,4	1,9	8,5	3,8	5,1	34,5	6,9	137,0	2,8	8,1	1,7

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

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

3 Actividad económica

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital ¹⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018 I TR	993,0	888,1	104,9	577,5	492,1	218,8	189,0	168,5	147,9	28,3	59,1	9,0	6,4
II TR	1.020,4	924,3	96,1	585,2	505,2	220,9	191,8	186,2	163,5	28,1	63,8	8,1	6,4
III TR	1.029,7	953,5	76,2	591,8	523,0	228,7	200,1	180,5	161,5	28,8	68,8	8,2	5,9
IV TR	1.003,8	938,5	65,3	586,2	531,1	225,6	191,9	163,3	146,0	28,7	69,5	18,8	11,3
2018 Jul	338,8	316,5	22,3	194,8	173,2	76,2	66,7	58,6	53,3	9,2	23,3	2,9	1,9
Aug.	348,1	315,4	32,8	199,6	173,6	76,7	66,4	61,8	53,2	10,1	22,2	3,0	1,8
Sep	342,8	321,6	21,2	197,3	176,2	75,9	67,0	60,1	55,1	9,5	23,3	2,3	2,2
Oct	334,9	308,4	26,5	198,8	179,2	72,5	61,3	54,1	45,7	9,5	22,2	3,3	2,2
Nov	340,0	317,4	22,6	196,5	176,9	76,9	65,0	57,0	51,1	9,6	24,3	4,1	3,1
Dic	328,9	312,7	16,2	190,8	175,0	76,2	65,6	52,3	49,1	9,6	22,9	11,4	6,0
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2018 Dic	4.046,9	3.704,3	342,6	2.340,7	2.051,5	894,0	772,8	698,4	618,9	113,8	261,1	44,1	30,0
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2018 Dic	35,2	32,2	3,0	20,3	17,8	7,8	6,7	6,1	5,4	1,0	2,3	0,4	0,3

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu- facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufac- turas	Petró- leo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>												
2018 I TR	2,1	2,1	561,2	270,5	114,0	167,9	470,2	504,5	291,8	81,0	123,7	357,8	65,2
II TR	4,3	5,8	566,0	271,3	117,7	166,5	473,8	515,1	300,8	79,8	126,9	364,1	65,6
III TR	4,7	10,0	572,4	277,7	117,0	167,2	476,7	530,9	310,1	86,2	126,6	372,4	68,4
IV TR	3,7	7,0	578,7	.	.	.	480,8	533,5	.	.	.	374,7	.
2018 Jul	9,4	14,0	189,2	91,7	38,9	55,2	155,9	177,0	103,7	28,7	42,3	124,4	22,7
Aug.	5,5	8,7	192,7	93,5	38,9	56,5	161,0	176,3	102,8	28,3	42,2	123,4	23,0
Sep	-0,6	7,4	190,5	92,5	39,2	55,5	159,9	177,6	103,6	29,2	42,2	124,6	22,7
Oct	11,1	14,2	194,1	93,6	40,1	56,3	160,6	180,4	105,7	29,1	43,9	126,4	24,2
Nov	2,2	4,6	192,4	92,7	40,7	55,8	161,4	176,6	101,7	28,6	43,4	125,3	21,2
Dic	-2,5	1,9	192,2	.	.	.	158,7	176,6	.	.	.	123,0	.
	<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>												
2018 I TR	2,2	2,4	125,8	125,5	123,5	131,5	126,2	114,4	114,9	113,0	115,2	117,6	110,3
II TR	3,0	2,5	125,6	124,4	126,8	129,2	126,3	115,2	115,3	112,0	118,3	119,3	101,7
III TR	0,9	1,6	125,2	125,4	124,5	127,9	125,5	115,2	114,8	118,0	115,1	119,5	99,4
IV TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Jun	3,5	2,0	126,3	125,2	128,4	131,3	127,1	114,9	115,6	112,3	117,3	118,5	101,5
Jul	6,3	6,6	124,7	124,5	124,9	127,1	123,6	116,0	115,7	119,0	116,3	120,5	100,3
Aug.	1,6	0,1	126,6	126,8	124,4	129,9	127,3	115,1	114,9	117,2	114,6	119,1	102,4
Sep	-4,7	-1,8	124,4	124,9	124,2	126,7	125,7	114,5	114,0	117,7	114,4	119,0	95,6
Oct	6,9	4,5	126,8	126,2	127,8	128,7	126,7	116,1	115,6	118,4	119,2	121,1	98,1
Nov	-1,6	-1,5	125,3	124,6	128,9	126,8	126,3	113,9	112,7	113,6	117,0	118,4	94,8

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	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	83,6	16,4
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,2
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2018 I TR	102,1	1,3	1,0	1,1	1,4	0,5	0,5	0,2	0,1	1,9	0,5	1,2	1,8
II TR	103,8	1,7	1,0	2,0	1,4	0,6	0,7	0,9	0,0	1,9	0,5	1,7	1,7
III TR	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,5	0,1	2,7	0,3	2,1	2,3
IV TR	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,2	0,4	0,1	1,6	0,2	1,8	2,6
2018 Sep	104,4	2,1	1,0	2,6	1,4	0,2	0,1	1,3	0,0	1,3	0,1	2,0	2,3
Oct	104,7	2,3	1,2	2,7	1,7	0,2	0,1	-0,3	0,0	1,8	0,1	2,2	2,7
Nov	104,1	1,9	0,9	2,4	1,4	0,0	0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	1,8	2,7
Dic	104,1	1,5	0,9	1,7	1,3	-0,3	0,0	0,3	0,0	-3,3	0,0	1,3	2,5
2019 Ene	103,0	1,4	1,1	1,2	1,6	0,0	0,3	0,1	0,0	-0,9	0,1	1,2	2,3
Feb ³⁾	103,3	1,5	1,0	.	1,3	0,2	0,2	0,7	0,0	0,6	0,0	.	.

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

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 ²⁾	Precios de los inmuebles residen- ciales ³⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ³⁾
	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimen- tación, bebidas y tabaco	No ali- men- tación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2010	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,4	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,2	3,7	5,1
2018	104,0	3,2	2,5	1,5	2,7	1,0	0,4	0,2	0,7	8,1	.	.	.
2018 I TR	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,4	4,3	4,7
II TR	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,4	4,2	4,2
III TR	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	2,7	4,3	.
IV TR	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	.	.	.
2018 Ago	104,8	4,3	3,3	1,6	3,3	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,4	.	.	.
Sep	105,4	4,6	3,0	1,5	2,9	1,1	0,0	-0,4	0,7	13,0	.	.	.
Oct	106,2	4,9	3,2	1,5	2,7	1,2	0,2	-0,3	0,8	14,6	.	.	.
Nov	105,9	4,0	2,3	1,5	2,6	1,2	0,2	-0,2	0,8	11,0	.	.	.
Dic	105,1	3,0	1,5	1,3	2,2	1,1	0,4	0,0	0,8	7,7	.	.	.
2019 Ene	105,5	3,0	1,0	1,2	1,7	1,4	0,5	0,0	1,0	7,3	.	.	.

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

1) Únicamente ventas interiores.

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

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

4.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)					
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exporta- ciones ¹⁾	Importa- ciones ¹⁾		Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men- tación	No alimen- tación	Total	Ali- men- tación	No alimen- tación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2016	106,9	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,5	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,4	1,5	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	.	.	.	.	.	.	.	.	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 I TR	108,9	1,4	1,5	1,2	1,5	1,8	0,4	0,4	54,6	-8,9	-14,6	-3,2	-7,6	-12,9	-1,4
II TR	109,4	1,4	1,8	1,5	2,0	1,9	1,0	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
III TR	109,8	1,4	2,1	1,8	1,9	2,5	2,2	3,9	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
IV TR	.	.	.	.	.	.	.	.	59,5	2,0	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2018 Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	67,6	0,8	-3,0	4,2	2,3	-1,0	5,7
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	70,1	2,6	-0,9	5,7	2,9	-0,4	6,4
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	57,4	1,8	-0,9	4,1	1,7	-1,2	4,8
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	49,8	1,5	2,0	1,1	2,2	2,4	2,1
2019 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	51,9	1,3	4,0	-1,1	1,5	3,8	-0,7
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	56,5	2,2	4,4	0,3	2,7	4,7	0,7

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

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

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

4 Precios y costes

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)					Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,2	-	-	-3,6	31,7	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,3	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,0	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 I TR	12,5	6,7	9,1	10,8	17,2	68,4	57,2	57,9	52,9
II TR	10,3	6,9	9,4	12,1	18,4	65,6	57,6	56,5	52,3
III TR	11,1	7,5	9,0	12,4	20,8	65,2	58,4	55,5	52,8
IV TR	11,9	8,5	10,0	13,0	23,5	62,6	58,4	54,5	52,7
2018 Sep	11,9	7,4	8,4	12,0	22,4	63,6	59,1	55,7	52,8
Oct	10,4	9,0	8,8	13,0	24,1	65,1	58,5	54,8	52,8
Nov	12,2	7,4	10,1	12,4	23,6	63,6	58,9	54,7	52,8
Dic	13,0	9,2	11,1	13,6	22,7	59,1	57,9	54,1	52,5
2019 Ene	10,7	8,8	11,5	12,9	18,9	55,7	58,3	53,8	53,2
Feb	8,9	8,1	9,2	12,3	20,0	53,9	58,1	52,7	52,7

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

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2016	105,5	1,4	1,4	1,1	1,3	1,5	1,4
2017	107,5	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	.	.	.	.	.	.	2,0
2018 I TR	102,6	2,0	1,8	2,8	2,3	1,5	1,7
II TR	113,9	2,3	2,0	3,0	2,5	1,7	2,1
III TR	106,4	2,5	2,4	3,0	2,7	2,2	2,1
IV TR	.	.	.	.	.	.	2,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

4 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			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, administra- tivas 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	104,6	0,4	0,4	-1,4	0,6	0,4	0,7	0,5	2,4	1,3	1,4	1,1
2016	105,3	0,6	1,3	-1,3	0,6	1,3	-0,7	1,4	3,8	0,6	1,4	1,5
2017	106,1	0,8	0,3	-0,4	-0,1	0,3	0,8	-0,5	4,4	2,2	1,6	1,8
2017 IV TR	106,4	0,8	-1,3	-0,6	-0,1	-0,1	1,7	-1,4	4,4	2,3	1,7	1,7
2018 I TR	107,0	1,1	0,4	0,0	-0,5	0,6	0,6	0,8	3,3	2,2	1,7	1,6
II TR	107,6	1,6	1,0	1,3	0,3	0,9	0,4	0,6	3,1	2,5	2,2	2,5
III TR	108,4	2,2	1,9	2,6	1,1	1,7	1,4	0,2	3,6	3,0	2,4	2,6
Remuneración por asalariado												
2015	108,0	1,4	1,3	2,0	1,2	1,3	2,7	0,8	2,0	1,6	1,1	1,8
2016	109,3	1,2	0,2	1,3	1,8	1,3	0,2	-2,2	2,2	0,4	1,3	1,7
2017	111,1	1,6	1,6	1,5	1,2	1,6	1,9	0,0	4,0	3,1	1,5	1,3
2017 IV TR	112,1	1,9	2,4	1,9	1,6	1,8	2,4	0,1	4,1	3,3	1,6	1,6
2018 I TR	112,6	1,9	3,0	1,6	1,2	2,0	2,8	1,7	3,3	2,5	1,9	2,2
II TR	113,3	2,2	2,6	2,1	1,5	2,2	2,9	1,9	2,8	2,8	2,3	2,4
III TR	114,1	2,5	1,9	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	3,9	3,0	2,3	4,0
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2016	103,9	0,6	-1,0	2,6	1,1	0,0	0,9	0,7	-1,5	-0,2	-0,1	0,3
2017	104,7	0,8	1,3	1,9	1,3	1,4	1,1	0,6	-0,4	0,8	-0,2	-0,5
2018	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 I TR	105,3	0,9	2,7	1,5	1,7	1,4	2,2	0,9	0,0	0,3	0,2	0,7
II TR	105,3	0,6	1,6	0,8	1,2	1,3	2,4	1,3	-0,3	0,3	0,0	-0,1
III TR	105,3	0,3	0,0	-0,3	1,3	0,7	0,9	2,2	0,3	0,1	-0,1	1,3
IV TR	105,2	-0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Remuneración por hora trabajada												
2015	109,7	1,2	1,4	1,6	0,7	1,3	1,5	0,7	1,4	1,1	1,2	1,5
2016	110,8	1,0	-0,4	1,2	1,7	0,9	0,2	1,8	1,9	0,0	1,3	1,5
2017	112,6	1,7	1,3	1,5	1,0	1,9	1,8	0,5	3,3	2,8	1,6	1,7
2017 IV TR	113,2	1,5	1,6	1,1	0,6	1,6	2,1	0,3	2,1	2,7	1,4	1,8
2018 I TR	113,8	1,8	2,9	1,4	0,3	2,2	2,9	1,8	2,0	2,2	1,9	2,0
II TR	114,3	1,9	1,1	1,8	0,9	2,1	2,2	1,5	2,3	2,1	2,0	1,9
III TR	114,8	2,0	1,9	1,7	1,5	2,2	2,1	2,2	2,7	2,3	2,2	2,2
Productividad del trabajo por hora												
2015	105,2	0,9	0,2	3,1	0,2	1,1	0,9	0,2	-0,7	0,0	-0,4	0,1
2016	105,7	0,5	-1,2	2,5	0,8	0,0	1,0	0,3	-2,0	-0,4	-0,2	0,2
2017	106,8	1,0	1,7	1,9	1,3	1,7	1,2	1,1	-0,9	0,9	0,0	0,1
2017 IV TR	107,1	0,9	3,1	1,9	0,7	1,9	0,7	1,8	-2,1	0,7	-0,2	0,4
2018 I TR	107,2	0,9	2,8	1,4	1,3	1,7	2,4	1,0	-1,4	0,2	0,3	1,0
II TR	107,0	0,4	0,9	0,5	1,0	1,5	2,0	0,9	-0,2	-0,3	-0,2	0,0
III TR	106,7	0,0	-0,1	-0,7	0,4	0,8	0,6	2,0	0,0	-0,6	-0,2	0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Dinero y crédito

5.1 Agregados monetarios¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	M3-M2			11	12	
	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	7	8	9	10				
	Saldos vivos											
2016	1.075,3	6.082,8	7.158,1	1.330,6	2.221,0	3.551,5	10.709,7	69,6	523,1	86,6	679,2	11.388,9
2017	1.111,6	6.637,8	7.749,4	1.197,0	2.261,2	3.458,2	11.207,7	74,7	512,0	71,6	658,4	11.866,0
2018	1.162,6	7.118,6	8.281,2	1.128,3	2.294,2	3.422,5	11.703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12.373,2
2018 I TR	1.116,9	6.743,6	7.860,5	1.170,4	2.260,2	3.430,6	11.291,1	71,4	511,4	61,5	644,3	11.935,4
II TR	1.133,6	6.892,3	8.025,8	1.178,1	2.270,8	3.448,9	11.474,7	73,7	507,8	65,5	647,1	12.121,8
III TR	1.150,6	7.010,0	8.160,5	1.126,6	2.285,0	3.411,5	11.572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12.199,4
IV TR	1.162,6	7.118,6	8.281,2	1.128,3	2.294,2	3.422,5	11.703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12.373,2
2018 Ago	1.143,8	6.951,5	8.095,3	1.140,1	2.281,1	3.421,2	11.516,5	71,8	501,7	63,5	637,0	12.153,5
Sep	1.133,6	7.010,0	8.160,5	1.126,6	2.285,0	3.411,5	11.572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12.199,4
Oct	1.154,4	7.044,8	8.199,3	1.137,8	2.290,3	3.428,1	11.627,3	72,0	505,7	60,9	638,6	12.266,0
Nov	1.158,2	7.091,6	8.249,7	1.125,8	2.295,1	3.420,9	11.670,6	73,8	503,5	58,2	635,4	12.306,1
Dic	1.162,6	7.118,6	8.281,2	1.128,3	2.294,2	3.422,5	11.703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12.373,2
2019 Ene ^(p)	1.167,5	7.127,1	8.294,6	1.124,2	2.298,5	3.422,7	11.717,3	75,8	516,6	64,7	657,1	12.374,3
	Operaciones											
2016	38,1	541,7	579,8	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	18,3	48,3	538,0
2017	36,4	591,8	628,1	-110,5	34,3	-76,2	551,9	6,6	-10,9	-18,4	-22,7	529,2
2018	50,0	461,3	511,3	-71,5	45,0	-26,5	484,8	-3,4	11,3	-1,7	6,2	491,0
2018 I TR	5,3	102,5	107,8	-24,9	7,6	-17,3	90,5	-3,1	-0,6	-9,1	-12,8	77,7
II TR	16,6	137,7	154,3	4,8	9,8	14,6	169,0	-0,9	-3,2	2,3	-1,8	167,1
III TR	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,6	94,5	-2,4	-12,6	-4,7	-19,7	74,8
IV TR	12,1	105,0	117,1	0,4	13,4	13,8	130,9	3,0	27,7	9,8	40,5	171,4
2018 Ago	6,5	33,8	40,3	-16,6	3,9	-12,7	27,6	3,2	-6,7	2,3	-1,2	26,4
Sep	6,8	57,4	64,2	-14,1	3,9	-10,3	53,9	-0,5	-6,2	-2,6	-9,3	44,6
Oct	3,9	31,4	35,2	9,2	5,5	14,7	49,9	0,4	10,3	-0,9	9,8	59,7
Nov	3,8	47,7	51,5	-11,8	4,8	-7,0	44,5	1,8	-2,2	-2,7	-3,2	41,3
Dic	4,5	25,9	30,4	3,0	3,1	6,1	36,5	0,9	19,6	13,5	33,9	70,3
2019 Ene ^(p)	4,9	11,9	16,8	-4,1	5,1	1,0	17,8	1,2	-7,6	-6,6	-13,0	4,8
	Tasas de crecimiento											
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	26,1	7,6	5,0
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,4	-3,3	4,7
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2018 I TR	2,5	8,4	7,5	-8,9	1,6	-2,2	4,3	-1,6	-4,7	-27,2	-7,1	3,6
II TR	3,5	8,1	7,4	-5,5	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,4	-16,3	-2,4	4,3
III TR	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5
IV TR	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2018 Ago	3,9	7,0	6,5	-7,6	1,8	-1,5	4,0	-2,5	-3,6	-14,9	-4,7	3,5
Sep	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5
Oct	4,1	7,3	6,8	-6,2	1,8	-1,0	4,4	-0,6	-3,8	-17,4	-5,0	3,8
Nov	4,3	7,1	6,7	-6,7	2,0	-1,0	4,3	-8,1	-3,1	-22,4	-5,8	3,7
Dic	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2019 Ene ^(p)	4,7	6,4	6,2	-6,2	2,0	-0,8	4,0	-2,8	-0,1	9,1	0,4	3,8

Fuente: BCE.

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

5 Dinero y crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2016	2.093,2	1.630,3	295,1	159,6	8,2	6.055,5	3.402,3	644,9	2.006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2.255,7	1.801,7	285,8	159,1	9,1	6.305,6	3.698,9	561,9	2.044,1	0,7	994,3	204,0	411,1
2018	2.335,9	1.901,4	280,8	145,9	7,8	6.645,6	4.039,2	517,3	2.088,0	1,2	1.002,7	200,3	431,2
2018 I TR	2.260,5	1.821,6	274,0	157,2	7,6	6.376,3	3.787,0	543,5	2.044,2	1,6	983,2	210,6	415,1
II TR	2.296,8	1.855,2	277,9	156,7	7,0	6.462,2	3.870,0	535,2	2.055,9	1,1	1.010,3	220,0	425,6
III TR	2.323,5	1.891,3	268,0	157,3	6,8	6.538,7	3.945,5	524,6	2.067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
IV TR	2.335,9	1.901,4	280,8	145,9	7,8	6.645,6	4.039,2	517,3	2.088,0	1,2	1.002,7	200,3	431,2
2018 Ago	2.305,8	1.872,8	268,8	157,5	6,7	6.515,4	3.921,6	528,2	2.063,8	1,8	974,8	214,4	434,2
Sep	2.323,5	1.891,3	268,0	157,3	6,8	6.538,7	3.945,5	524,6	2.067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
Oct	2.316,3	1.892,2	271,1	147,1	5,9	6.587,5	3.984,3	520,9	2.081,1	1,1	992,6	208,3	440,2
Nov	2.322,4	1.892,2	275,6	146,5	8,1	6.610,7	4.005,1	517,9	2.086,6	1,2	1.001,0	208,3	443,8
Dic	2.335,9	1.901,4	280,8	145,9	7,8	6.645,6	4.039,2	517,3	2.088,0	1,2	1.002,7	200,3	431,2
2019 Ene ^(b)	2.324,7	1.899,7	271,7	145,6	7,8	6.680,5	4.068,5	517,4	2.093,0	1,7	976,3	203,7	440,4
Operaciones													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,2	-28,4	19,1
2017	178,8	181,5	-3,1	-0,6	1,0	255,3	304,9	-81,6	33,4	-1,3	54,9	6,2	26,9
2018	89,1	100,2	-7,1	-2,8	-1,3	330,1	327,5	-45,0	47,2	0,5	-1,5	-4,5	18,2
2018 I TR	8,1	22,3	-10,8	-2,0	-1,4	73,0	81,2	-18,1	9,0	0,9	-9,4	6,8	3,6
II TR	28,9	29,1	1,1	-0,7	-0,7	83,6	81,7	-8,8	11,2	-0,5	19,9	9,1	9,9
III TR	26,4	36,1	-10,0	0,6	-0,2	76,5	75,5	-10,7	11,6	0,0	-29,6	-8,2	11,0
IV TR	25,7	12,7	12,7	-0,7	1,0	97,1	89,0	-7,5	15,4	0,1	17,5	-12,2	-6,4
2018 Ago	8,4	11,6	-3,5	0,9	-0,7	25,0	26,6	-3,9	2,3	0,0	-16,1	-1,9	9,0
Sep	17,0	18,0	-1,0	-0,2	0,1	23,3	24,0	-3,7	3,8	-0,8	6,6	-2,6	2,4
Oct	3,0	1,6	2,2	0,0	-0,9	38,5	37,5	-4,1	5,0	0,1	6,3	-3,8	2,4
Nov	7,2	0,3	4,9	-0,2	2,2	23,1	20,9	-2,9	5,2	0,0	8,8	-0,4	3,8
Dic	15,5	10,8	5,6	-0,6	-0,3	35,4	30,6	-0,5	5,2	0,0	2,5	-7,9	-12,6
2019 Ene ^(b)	-6,5	2,0	-8,8	0,4	0,0	35,0	29,3	0,1	5,1	0,5	-26,7	3,2	9,1
Tasas de crecimiento													
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,5	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,4	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,1	7,0
2018	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018 I TR	5,3	8,1	-7,7	-0,5	19,2	4,0	8,3	-12,5	1,7	-42,0	4,2	10,4	5,3
II TR	4,9	7,1	-5,4	-1,1	7,0	4,4	8,6	-10,8	1,7	-53,9	5,8	12,8	5,7
III TR	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
IV TR	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018 Ago	4,3	6,5	-7,2	-0,6	13,8	4,6	8,6	-10,4	1,9	-10,7	-1,8	8,1	4,6
Sep	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
Oct	4,2	6,0	-4,7	-1,0	5,7	4,7	8,4	-9,5	2,0	-45,2	3,0	2,8	5,1
Nov	3,8	5,4	-3,4	-1,2	0,5	4,9	8,6	-9,0	2,1	-42,4	0,3	1,6	6,9
Dic	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2019 Ene ^(b)	2,5	4,4	-7,0	-0,5	-21,6	5,3	8,8	-7,1	2,3	-6,2	-1,6	-1,4	5,9

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												
2016	4.389,3	1.084,0	3.292,1	12.881,4	10.711,1	10.982,1	4.311,4	5.449,3	836,7	113,5	1.387,4	782,9
2017	4.625,9	1.033,3	3.578,7	13.116,4	10.874,1	11.171,2	4.326,5	5.598,8	839,2	109,6	1.442,4	799,8
2018	4.686,9	1.007,4	3.668,1	13.418,6	11.127,4	11.481,7	4.409,2	5.741,5	848,8	127,9	1.520,1	771,0
2018 I TR	4.605,0	1.023,1	3.568,0	13.195,9	10.941,2	11.233,7	4.343,8	5.633,0	851,7	112,8	1.467,4	787,4
II TR	4.602,9	1.017,7	3.571,0	13.276,2	10.990,8	11.328,3	4.358,1	5.659,7	853,2	119,8	1.496,6	788,7
III TR	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,0	11.064,5	11.398,1	4.396,8	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8
IV TR	4.686,9	1.007,4	3.668,1	13.418,6	11.127,4	11.481,7	4.409,2	5.741,5	848,8	127,9	1.520,1	771,0
2018 Ago	4.612,1	1.004,0	3.593,9	13.352,8	11.054,9	11.383,1	4.394,3	5.693,2	847,2	120,2	1.515,3	782,6
Sep	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,0	11.064,5	11.398,1	4.396,8	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8
Oct	4.612,0	1.000,6	3.597,4	13.394,2	11.090,4	11.423,6	4.404,2	5.716,2	849,3	120,8	1.524,7	779,1
Nov	4.612,6	1.003,4	3.594,3	13.411,9	11.112,4	11.446,1	4.421,2	5.731,8	838,7	120,7	1.516,8	782,8
Dic	4.686,9	1.007,4	3.668,1	13.418,6	11.127,4	11.481,7	4.409,2	5.741,5	848,8	127,9	1.520,1	771,0
2019 Ene ^(p)	4.685,7	1.006,7	3.667,6	13.453,2	11.157,5	11.499,9	4.409,3	5.758,5	862,1	127,7	1.523,5	772,2
Operaciones												
2016	485,9	-34,5	520,3	319,7	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6
2017	289,7	-43,3	332,3	361,8	273,9	314,8	82,8	173,6	21,1	-3,5	64,3	23,6
2018	92,1	-28,5	120,7	373,0	304,8	373,4	122,4	167,3	-3,1	18,1	89,5	-21,2
2018 I TR	-31,0	-10,1	-20,8	115,7	98,1	94,4	41,3	40,1	13,6	3,2	27,5	-9,9
II TR	34,7	-6,0	40,3	85,6	55,5	103,7	17,1	34,9	-3,4	6,9	29,7	0,4
III TR	48,0	-16,2	64,5	105,2	90,9	87,1	48,6	49,8	-12,1	4,5	18,6	-4,2
IV TR	40,5	3,8	36,7	66,5	60,3	88,2	15,4	42,6	-1,2	3,4	13,7	-7,5
2018 Ago	14,4	-6,6	21,1	29,9	31,1	30,5	13,6	18,0	-0,2	-0,2	4,3	-5,5
Sep	6,7	-3,7	10,7	23,8	22,5	28,6	9,3	14,9	-6,0	4,2	-0,9	2,3
Oct	-9,5	-3,3	-6,3	33,3	22,0	20,7	5,6	15,5	4,7	-3,7	12,6	-1,3
Nov	-7,9	2,8	-11,7	26,6	29,9	32,1	22,6	18,4	-11,0	0,0	-6,4	3,2
Dic	57,9	4,2	54,7	6,6	8,4	35,5	-12,7	8,7	5,1	7,2	7,6	-9,3
2019 Ene ^(p)	-10,9	-0,8	-10,1	33,0	34,5	20,8	3,0	18,2	13,6	-0,2	0,3	-1,8
Tasas de crecimiento												
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,1	4,6	3,0
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 I TR	3,9	-4,0	6,5	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	2,0	-0,3	3,9	-0,1
II TR	4,0	-3,9	6,5	2,8	2,9	3,5	2,6	3,0	3,0	6,9	4,8	-1,4
III TR	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1
IV TR	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 Ago	3,3	-4,5	5,6	3,0	3,0	3,4	3,1	3,2	0,8	4,7	6,1	-1,8
Sep	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1
Oct	2,7	-4,3	4,8	3,0	2,8	3,3	2,8	3,2	-0,5	7,4	7,2	-1,5
Nov	2,1	-3,9	3,8	2,9	2,8	3,2	3,0	3,2	-1,8	5,2	6,6	-1,8
Dic	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2019 Ene ^(p)	2,4	-2,8	3,9	2,5	2,5	3,0	2,2	3,2	-1,6	13,0	5,3	-2,7

Fuente: BCE.

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

2) Ajustados de titulizaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM), así como de posiciones resultantes de los servicios de 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										
2016	4.311,4	4.309,1	1.013,3	795,7	2.502,4	5.449,3	5.728,7	615,9	4.084,1	749,3
2017	4.326,5	4.364,8	987,7	820,4	2.518,4	5.598,8	5.865,5	654,0	4.217,0	727,9
2018	4.409,2	4.491,1	995,7	844,6	2.568,9	5.741,5	6.023,4	683,7	4.353,9	703,9
2018 I TR	4.343,8	4.381,2	997,8	820,8	2.525,2	5.633,0	5.904,5	663,3	4.243,8	725,9
II TR	4.358,1	4.425,0	986,0	828,3	2.543,8	5.659,7	5.940,5	669,8	4.273,2	716,6
III TR	4.396,8	4.464,3	1.000,1	836,2	2.560,5	5.701,3	5.978,6	678,3	4.311,6	711,4
IV TR	4.409,2	4.491,1	995,7	844,6	2.568,9	5.741,5	6.023,4	683,7	4.353,9	703,9
2018 Ago	4.394,3	4.453,8	1.001,3	835,0	2.558,0	5.693,2	5.972,2	677,3	4.300,9	715,0
Sep	4.396,8	4.464,3	1.000,1	836,2	2.560,5	5.701,3	5.978,6	678,3	4.311,6	711,4
Oct	4.404,2	4.469,7	985,0	844,1	2.575,0	5.716,2	5.996,5	681,7	4.324,0	710,4
Nov	4.421,2	4.486,5	989,2	850,9	2.581,0	5.731,8	6.010,7	685,6	4.336,4	709,8
Dic	4.409,2	4.491,1	995,7	844,6	2.568,9	5.741,5	6.023,4	683,7	4.353,9	703,9
2019 Ene ^(p)	4.409,3	4.489,3	980,1	846,7	2.582,5	5.758,5	6.037,0	687,5	4.367,5	703,5
Operaciones										
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017	82,8	131,8	-0,3	38,0	45,0	173,6	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018	122,4	170,3	19,0	33,1	70,3	167,3	188,8	40,1	136,5	-9,2
2018 I TR	41,3	39,0	17,6	6,1	17,6	40,1	45,5	11,3	27,7	1,1
II TR	17,1	48,2	-12,2	10,3	19,0	34,9	44,3	10,5	29,0	-4,6
III TR	48,6	47,8	16,4	9,5	22,6	49,8	47,7	10,3	40,4	-0,9
IV TR	15,4	35,4	-2,9	7,2	11,1	42,6	51,3	8,1	39,4	-4,9
2018 Ago	13,6	12,5	3,8	1,7	8,1	18,0	17,2	4,0	14,0	0,0
Sep	9,3	17,1	-0,1	2,3	7,0	14,9	14,0	1,9	13,2	-0,2
Oct	5,6	3,3	-16,9	8,0	14,5	15,5	19,1	3,7	12,1	-0,3
Nov	22,6	22,7	5,7	8,3	8,6	18,4	18,2	4,2	14,1	0,0
Dic	-12,7	9,4	8,3	-9,1	-11,9	8,7	13,9	0,2	13,1	-4,6
2019 Ene ^(p)	3,0	-0,8	-13,6	2,3	14,2	18,2	15,1	4,1	14,1	0,0
Tasas de crecimiento										
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2018 I TR	2,3	3,3	2,6	4,6	1,5	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,4
II TR	2,6	4,1	1,4	5,5	2,2	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
III TR	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
IV TR	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2018 Ago	3,1	4,1	3,1	5,3	2,5	3,2	3,1	7,2	3,2	-0,8
Sep	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
Oct	2,8	3,9	0,7	5,0	3,0	3,2	3,2	7,1	3,3	-0,7
Nov	3,0	4,0	1,3	5,2	3,0	3,2	3,3	6,7	3,3	-0,8
Dic	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2019 Ene ^(p)	2,2	3,3	-0,4	3,5	2,8	3,2	3,2	6,1	3,5	-1,3

Fuente: BCE.

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

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

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

4) Ajustados de titulaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM), así como de posiciones resultantes de los servicios de centralización notional 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⁾
Saldos vivos										
2016	307,7	6.955,9	2.089,5	70,9	2.145,9	2.649,6	1.124,8	257,0	205,9	121,6
2017	343,4	6.768,4	1.968,3	59,7	2.014,1	2.726,2	935,6	300,1	143,5	92,5
2018	378,7	6.816,6	1.941,4	56,0	2.096,0	2.723,3	1.026,7	436,2	187,0	194,9
2018 I TR	340,8	6.744,7	1.952,7	59,4	2.014,7	2.717,9	903,8	316,2	135,9	86,2
II TR	330,4	6.708,6	1.950,7	58,4	2.025,6	2.673,9	858,9	422,8	174,1	183,8
III TR	403,3	6.693,6	1.934,8	56,9	2.048,5	2.653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
IV TR	378,7	6.816,6	1.941,4	56,0	2.096,0	2.723,3	1.026,7	436,2	187,0	194,9
2018 Ago	391,6	6.676,1	1.942,9	57,3	2.016,1	2.659,9	845,8	410,5	181,4	189,0
Sep	403,3	6.693,6	1.934,8	56,9	2.048,5	2.653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
Oct	398,1	6.795,5	1.936,3	56,6	2.104,4	2.698,2	993,4	460,0	167,1	174,3
Nov	390,3	6.782,9	1.929,9	55,8	2.098,7	2.698,5	1.036,3	418,5	196,1	204,4
Dic	378,7	6.816,6	1.941,4	56,0	2.096,0	2.723,3	1.026,7	436,2	187,0	194,9
2019 Ene ^(a)	377,2	6.859,1	1.939,8	55,6	2.112,5	2.751,2	1.066,7	405,1	199,2	208,4
Operaciones										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,2	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,3	-65,6	-60,9	-27,6
2018	39,0	47,1	-38,6	-4,9	16,9	73,7	70,1	41,8	21,8	24,2
2018 I TR	-2,7	8,0	-17,1	-1,4	9,3	17,2	53,2	-55,0	-7,6	-6,3
II TR	-10,4	-10,0	-4,8	-1,1	-15,0	11,0	-62,2	88,6	16,4	19,4
III TR	76,3	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,8	-11,2	3,2	-0,8
IV TR	-24,1	19,3	-0,4	-0,9	3,4	17,2	40,2	19,4	9,7	11,9
2018 Ago	36,8	-6,6	-9,1	-0,4	-5,8	8,6	-6,7	18,9	-2,6	-3,5
Sep	15,3	28,0	-8,4	-0,5	28,1	8,8	46,2	11,1	-4,1	-6,0
Oct	-5,5	14,2	0,0	-0,2	4,5	10,0	19,6	25,1	-10,2	-8,7
Nov	-7,9	-6,6	-6,1	-0,9	-2,3	2,7	45,1	-37,0	29,0	30,0
Dic	-10,8	11,6	5,7	0,2	1,3	4,5	-24,5	31,2	-9,1	-9,5
2019 Ene ^(a)	-1,5	15,4	-5,8	-0,4	16,5	5,1	24,6	-27,9	12,2	13,6
Tasas de crecimiento										
2016	7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,7	-22,7
2018	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018 I TR	11,9	-0,6	-4,1	-9,8	-1,5	3,2	-	-	-25,6	-22,2
II TR	6,6	-0,9	-3,2	-10,8	-2,5	2,4	-	-	-3,6	-18,0
III TR	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
IV TR	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018 Ago	16,3	-0,7	-2,7	-9,9	-2,6	2,5	-	-	24,6	34,2
Sep	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
Oct	18,1	0,6	-1,8	-8,7	0,6	2,5	-	-	-9,9	-22,0
Nov	24,7	0,5	-2,2	-9,1	0,8	2,5	-	-	-0,1	-24,6
Dic	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2019 Ene ^(a)	18,9	0,8	-1,9	-7,7	0,8	2,9	-	-	28,2	22,7

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

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

6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,2	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,0	45,5	12,6	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2017 IV TR	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2018 I TR	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,9	43,1	9,8	5,1	1,9	22,4	3,7
II TR	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,3	3,7
III TR	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,3	3,6

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	91,8	2,7	17,1	71,9	43,9	25,8	47,9	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	44,1	27,3	45,7	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	46,6	30,5	42,5	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	47,3	31,9	39,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 IV TR	86,8	2,6	14,2	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 I TR	86,9	2,6	14,0	70,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	86,3	2,6	13,7	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	86,1	2,6	13,5	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

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

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

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

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾							
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones			
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	Tipo de interés variable		Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización			
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1	
2018	13,0	11,4	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2017 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	
2018 I TR	12,9	11,3	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1	
II TR	12,8	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9	
III TR	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9	
2018 Ago	12,8	11,2	3,8	1,6	0,4	7,2	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,5	0,4	1,0	
Sep	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9	
Oct	13,3	11,8	3,6	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	1,0	
Nov	13,4	11,9	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,5	1,0	
Dic	13,0	11,4	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2019 Ene	13,3	11,7	4,1	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	

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	0,6	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,5	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3	
2017	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8	
2017 IV TR	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8	
2018 I TR	-0,9	1,3	-0,6	-0,3	1,1	-2,9	-2,7	-2,2	2,5	
II TR	-0,3	1,9	-0,2	-0,3	0,9	-2,7	-2,8	-1,9	3,0	
III TR	-0,1	1,9	0,0	-0,1	0,8	-2,7	-2,7	-1,8	-4,0	
Deuda pública										
2014	107,6	74,5	10,5	104,1	178,9	100,4	94,9	131,8	108,0	
2015	106,5	70,8	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0	
2016	106,1	67,9	9,2	73,4	178,5	99,0	98,2	131,4	105,5	
2017	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1	
2017 IV TR	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1	
2018 I TR	106,4	62,7	8,5	69,3	177,9	98,7	99,4	132,8	93,4	
II TR	105,9	61,5	8,3	69,2	177,4	98,1	99,1	133,1	104,0	
III TR	105,4	61,0	8,0	68,8	182,2	98,3	99,5	133,0	110,9	
	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	-1,7	-2,2	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,3	1,3	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2017 IV TR	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2018 I TR	0,0	0,4	1,4	3,1	1,6	-0,6	-0,7	0,5	-0,7	-0,7
II TR	0,3	0,7	1,5	3,9	1,9	0,2	-1,0	0,6	-0,7	-0,9
III TR	0,0	0,6	1,9	3,6	2,1	0,1	0,0	0,7	-0,7	-0,8
Deuda pública										
2014	40,9	40,5	22,7	63,7	67,9	84,0	130,6	80,4	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,2	58,6	64,6	84,8	128,8	82,6	52,2	63,6
2016	40,3	39,9	20,7	56,3	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2017 IV TR	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 I TR	35,5	36,0	22,2	49,8	55,1	77,2	125,4	75,5	50,9	59,9
II TR	36,9	35,0	22,0	49,0	54,0	76,5	125,0	72,7	51,9	59,6
III TR	37,1	35,0	21,7	45,9	52,9	75,6	125,0	71,0	51,5	58,8

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2019

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

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 6 de marzo de 2019.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-19-002-ES-N (edición electrónica)